

Doctrine

How big is the problem of stock market-driven short-termism?

MARK J. ROE

La CJUE et la pseudo-définition française de l'action de concert

CHARLES GOYET

Rachats d'actions et manipulation de cours

PAUL OUDIN & ARTHUR ADLER

The european parliament's draft directive on corporate due diligence and corporate accountability

THE EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP (ECLEG)

Gender balance broom wagon

The resurrection of the commission proposal on improving the gender balance among board members

THE EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP (ECLEG)

Gender equality quota - An initial analysis of the proposed directive

EDDY WYMEERSCH

L'interrégulation des autorités internationales, européennes et nationales de régulation bancaire et financière

ESTELLE RICHEVILAIN

La montée du protectionnisme dans l'économie & le développement des marchés financiers : quelle analyse coûts-bénéfices ?

Retranscription conférence D&C

Chroniques

Corporate Governance - Transparence financière et comptable

Les décisions prises par la collectivité des associés

DIDIER PORACCHIA

Digitalisation et droit financier

Les enjeux juridiques du metavers

HUBERT DE VAUPLANE

International financial and white collar crime, corporate malfeasance and compliance

Navigating the future of the EU blocking statute

SKADDEN ARPS SLATE MEAGHER & FLOM LLP

International financial and white collar crime, corporate malfeasance and compliance

Transposition de la Directive 2019/1937 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2019 «sur la protection des personnes qui signalent des violations du droit de l'Union»

NATHALIE KALESKI

Chronique public M&A : Offres publiques

DIDIER MARTIN, BENJAMIN KANOVITCH, FLORENCE HAAS, MYRIAM EPELBAUM

Fiscalité financière

Montage artificiel dans le cadre du rachat-annulation de ses propres titres par une société : mode d'emploi provisoire

SIAMAK MOSTAFAVI & NICOLAS ANDRÉ

Financial services regulation: decisions of the european authorities and courts

ARUT KANNAN, JEAN-BAPTISTE POULLE & NICOLAS SPITZ

Infractions financières

(délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles)

ÉRIC DEZEUZE & NICOLAS RONTCHEVSKY

La montée du protectionnisme dans l'économie & le développement des marchés financiers : Quelle analyse coûts-bénéfices ?

Retranscription conférence D&C du 19 novembre 2021

Vendredi 19 novembre 2021, Droit & Croissance a organisé dans les locaux de Reuters à Paris un colloque à travers une série de tables rondes réunissant des spécialistes de divers horizons qui ont travaillé de près sur ces questions dans le cadre de leurs carrières académiques et professionnelles. Les économies occidentales capitalistes sont nées d'une philosophie libérale qui rejette, par principe, l'interventionnisme de l'État dans la gestion des entreprises et des opérations financières. Ces dernières années ont cependant vu une résurgence de l'interventionnisme à travers le monde, justifié à tort ou à raison par la protection des intérêts nationaux.

En France, fin 2020, la part des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises du CAC 40 est tombée à 40 %, son plus bas niveau depuis 2002. Ce phénomène, qui semble imputable à la montée en puissance de politiques protectionnistes fortes en France, est symptomatique des limites de l'interventionnisme étatique : dans quelle mesure les politiques interventionnistes favorisent-elles réellement les intérêts nationaux ? Quels sont leurs éventuels effets pervers ?

Propos introductifs

François VANNESSON, trésorier de D&C : La mission principale de D&C est de répondre à un premier constat, celui de la faiblesse de la recherche française en matière d'analyse économique du droit, conséquence logique du cloisonnement intellectuel entre droit et économie dans l'université française, alors que l'approche pluridisciplinaire est la règle dans de nombreux pays notamment aux États-Unis. Deuxième constat, l'insuffisance criante des travaux existants dans le champ Law & Economics, dans le cadre du processus de l'élaboration des normes, notamment en France, y compris sur le terrain de la régulation économique. Ce double constat est, selon nous, un facteur explicatif de la baisse de la compétitivité en France, (...) ce qui nous a conduit à élargir notre domaine d'intervention (smart regulation, droit public, gouvernance et marchés financiers, restructuration, concurrence, nouvelles technologies, propriété intellectuelle et réglementation bancaire).

Pour citer le Général De Gaulle : « *Nous avons choisi de vivre en état de concurrence et cette concurrence, il faut la soutenir et même en tirer profit* » ; or si le Général De Gaulle considérait à raison que tout tient à ce que vaut notre appareil de production par rapport à celui des autres, il en est de même de l'université et de la recherche.

L'Europe face à l'État actionnaire : les conséquences pour la concurrence – Discours liminaire

Olivier GUERSENT, Directeur général, Direction Générale Concurrence (COMP), Commission Européenne : Partout en Europe, le rôle de l'État actionnaire/régulateur s'est modifié avec un tournant dans les années 90, avec des vagues successives de libéralisation des utilités publiques. Dès lors que ces grandes utilités étaient libéralisées, la question de l'actionnariat public s'est posée autour de la trilogie entreprise publique / service public / monopole public, entraînant l'émergence de régulateurs dits indépendants. La seule mention de cette question de l'entreprise publique ne figure pas dans les traités de concurrence, mais sous la forme d'une affirmation, celle de la neutralité du traité en ce qui concerne le régime de propriété publique ou privée des entreprises. La politique de concurrence n'est pas pour autant étrangère au débat.

Comment, dès lors, conseiller l'État régulateur, producteur de normes, qui attribue des privilèges, des monopoles, qui confère des missions de service public, qui supervise, arbitre les désaccords entre les concurrents ? Comment le concilier avec l'État opérateur qui se comporte comme « un investisseur avisé » en économie de marché, selon l'expression jurisprudentielle en matière d'aides d'État ?

La politique de concurrence n'est pas différente des autres, elle n'opère pas dans le vide, sa mission est de faire fonctionner de manière optimale les marchés, elle est la résultante d'une impulsion des États membres et du Parlement Européen. Ce sont les États membres qui décident de cette impulsion : la politique de concurrence consiste à vérifier que le jeu concurrentiel

décidé par ces derniers fonctionne conformément à ce qui a été décidé. La politique de concurrence anime donc le jeu concurrentiel. Par exemple, il n'y a aucune règle de concurrence qui force l'État français à décider de générer sa ressource hydroélectrique sous forme de concessions, l'État français a fait ce choix. Dès lors qu'un choix a été fait, il n'est pas acceptable que les concessionnaires publics ne soient pas soumis aux mêmes règles que les concessionnaires privés. La politique de concurrence fait donc peser un impératif de cohérence. La politique de concurrence s'adresse aux entreprises mais aussi aux États, car l'Union européenne n'est pas un État confédéral mais un marché unique. Le marché unique est notre plus grand bien, et nous l'avons vu avec le Brexit.

La pandémie a remis en question du rôle de l'État dans l'économie. En mars 2020, la Commission européenne a créé deux mesures phares : un encadrement temporaire des règles antitrust et des règles relatives aux aides d'État. Rien de tout cela n'aurait été possible sans les règles prédéfinies par les traités.

La Commission a temporairement autorisé la suspension des règles de production et de répartition des marchés afin de faire gagner 20 % de production dans le secteur pharmaceutique pour la commercialisation des produits nécessaires en soins intensifs, compte tenu des besoins grandissants causés par l'épidémie du Covid-19.

Sur les aides d'État, nous avons procédé à une sortie temporaire du cadre de Maastricht afin de maintenir les entreprises à flot - ce qui explique que les entreprises n'ont pas coulé - afin de préserver le tissu productif européen. La Commission a autorisé des mesures de recapitalisation aux entreprises afin de nourrir aujourd'hui la reprise. Depuis mars 2020, la Commission a adopté 170 décisions pour un total de 3 000 milliards d'euros (autorisations de programmes de dépenses) et 85 % de ces dépenses étaient à destination de l'Allemagne, la France et l'Italie. La pandémie a révélé la capacité d'adaptation des États membres. Par ailleurs, l'Europe est dépendante des chaînes d'approvisionnement stratégiques. Cela est un vaste débat en Europe : si le concept d'« activités stratégiques », est aisément compréhensible lorsque l'on parle de semi-conducteurs ou de microprocesseurs, il peut présenter une certaine difficulté lorsque le ministre de l'économie l'utilise dans le secteur du yaourt (rires).

Le sujet n'est pas l'État dans son rôle d'actionnaire, mais l'État actionnaire qui prodigue une aide de plusieurs milliards sans contrepartie. Si l'investissement porte ses fruits, l'État ne récupérera pas son argent car il n'est ni actionnaire ni prêteur. On peut donc légitimement s'interroger sur l'opportunité de l'État actionnaire plutôt que non actionnaire. Avec le concept de champion européen, cela peut concerner

notamment des entreprises étrangères, qui sont leaders sur un secteur de marché européen dans le sillage du « big is beautiful ». Dans le cas Siemens-Alstom, il convenait de « remettre l'église au milieu du village » : deux géants mondiaux qui expliquent à la Commission qu'il est nécessaire pour eux de fusionner pour être compétitifs au plan mondial. S'ils avaient fusionné, ils auraient été ultra-dominants. On peut donc s'interroger sur l'opportunité d'une fusion : est-il nécessaire qu'ils exploitent des rentes de monopoles au détriment des États actionnaires et, in fine, qu'ils extraient la rente des contribuables ? Ils indiquent que cela permettra d'augmenter la compétitivité. Le problème ici est celui de permettre aux entreprises d'acquérir de la compétitivité en évitant l'extraction de la rente. Des aménagements ont été proposés, avec l'autorisation d'une méga-fusion en échange de la cession d'actifs sur les marchés où un problème de concurrence émergeait au niveau d'États membres donnés. L'acquisition de Bombardier par Alstom posait les mêmes défis, à la différence qu'Alstom avait vendu les activités qui posaient des difficultés en matière de concurrence dans certains États membres. Ainsi, les deux entreprises ont pu acquérir la taille qu'elles désiraient sans distordre la concurrence et sans abus de position dominante.

Je pense qu'il nous faut des entreprises en Europe, et qu'il est important d'avoir une grande puissance avec une masse critique à notre échelle, mais qu'il est plus difficile d'avoir un poids de marché raisonnable. Il faut rester attentif à la question de l'innovation et éviter que les grosses entreprises empêchent que les plus petites innovent. L'innovation est la plus présente dans les petites entreprises, qu'il faut promouvoir pour augmenter notre résilience face aux défis de demain et décarboner l'économie. Cela ouvre le champ pour l'État à la possibilité de favoriser l'innovation et de suppléer le marché lorsque le marché est défaillant. C'est la raison pour laquelle il est nécessaire d'adapter une politique de concurrence, afin d'aider aussi ces petites entreprises. Il est nécessaire d'accompagner l'économie européenne afin d'améliorer les conditions de création d'un cadre favorable à l'innovation.

Protéger la compétitivité et le bien-être des consommateurs tout en favorisant l'innovation est d'une importance cruciale. Personne n'a dans l'idée que l'Europe doit devenir autarcique, et cela est d'autant moins pertinent que nous sommes une zone nette exportatrice. Dans un système de droit commercial et de droit de la concurrence qui protègent, on ne peut pas instrumentaliser la politique de concurrence et espérer que les Américains soient plus idoines par ailleurs.

Sur la question des subventions étrangères, il y a actuellement un débat à la Commission sur les subventions données aux entreprises actives dans l'Union européenne afin de les soumettre au même régime que le régime des aides d'État dans le droit de l'Union.

Table ronde 1 : Analyse des déterminants de la montée du protectionnisme

Faut-il revenir sur le champ d'application du règlement sur les investissements étrangers ?

Intervenants :

- Hervé Novelli, ancien Secrétaire d'État chargé du Commerce, de l'Artisanat et des PME
- Philippe Varin, ancien Président de France Industrie, Président du Conseil d'Administration de Suez
- David Azema, Associé, Perella Weinberg UK Limited
- Georges Ugeux, Président de D&C, Adjunct Professor à la Columbia Law School

Hervé NOVELLI : Nous sommes face à un paradoxe, une mondialisation triomphante y compris durant la pandémie, qui s'est illustrée à travers la coopération mondiale en matière de recherche sur les vaccins. Beaucoup de choses ont pu se faire, et dans le même temps, nous observons une montée du protectionnisme, une revendication d'autonomisation stratégique, de protection qui est à l'œuvre en France et aussi à l'étranger. Pourtant le commerce international est en croissance. Il est important de mettre ce constat en perspective avec le fait que la pauvreté a reculé dans le monde. Nous n'avons pas une idée très précise de ce recul, mais le critère de la pauvreté, qui correspond à la capacité pour un individu à disposer de moins de 2 dollars par jour, nous donne un indice. En 1980, 40 % d'individus étaient sous ce seuil ; en 1990, 30 % l'étaient et en 2017, ils étaient moins de 10 %. Nous avons observé ces dernières années un rapide recul de la pauvreté. Or, avec la pandémie, la pauvreté n'a pas reculé. Les échanges internationaux sont le critère le plus important pour connaître la tendance de recul de la pauvreté ; et quand les échanges s'effondrent, la pauvreté ne recule plus.

Cette mondialisation productrice de bien-être s'est accompagnée du retour d'un certain nombre de thèmes, dont l'autonomie stratégique et la souveraineté stratégique, avec l'exemple français de la loi en 2005 sur les OPA avec pour rapporteur Thierry Breton. Ce texte était accompagné d'un décret en 2006 sur la notion d'intérêt stratégique et avait dressé une liste de quelques secteurs, essentiellement dans le domaine régalién, devant être sujets aux contrôles en matière d'investissements étrangers. Avec le deuxième décret Montebourg, la liste s'est étendue, jusqu'aux dernières années avec le décret dit Le Maire, générant une extension des domaines jugés stratégiques (santé et agroalimentaire). Il s'agit d'une liste stratégique qui s'étend de plus en plus et qui pose le problème de savoir ce qui est stratégique ou non. La Commission

européenne, lors de la parution de ce décret, s'en est émue en soulignant l'absence de cohérence avec les principes de l'Union européenne, selon l'expression d'un commissaire européen de l'époque. Aujourd'hui, nous avons une véritable évolution : nous avons un règlement qui permet aux États d'opérer un filtrage avec l'exigence de faire remonter à la Commission les investissements étrangers devant être contrôlés.

Il faut reconnaître que la pandémie a souligné des défaillances dans les chaînes d'approvisionnement et la plasticité dont a fait preuve la Commission a pu venir en soutien, comme le soulignait Olivier Guersent. Les tentatives de « relocalisation » avancées par certains au plan national sont louables, mais ce phénomène ne sera que partiel et marginal selon certaines études. Comment cela peut-il s'organiser au niveau européen ? Ces relocalisations et ces solutions palliant les défaillances des chaînes d'approvisionnement doivent être pensées au niveau européen.

Philippe VARIN : Je voudrais commencer par quelques mots sur l'accroissement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Mon premier commentaire porte sur l'accroissement des tensions commerciales internationales. Quelques indicateurs : des décisions unilatérales de rupture de contrat - sans mentionner les sous-marins (NDLR : dans le contexte de la rupture de contrats de livraison de sous-marins nucléaires du groupe français Naval Group vers l'Australie) ; des barrières tarifaires observables sur la base de données Market Access de l'UE sur laquelle on constate qu'en 2020, il y a 438 barrières tarifaires dans 58 pays (+10 % en 2020 par rapport à l'année passée) ; les procédures anti-dumping - il y en a 150, dont deux tiers concernent la Chine ; l'organe d'appel de l'OMC est bloqué par les Américains depuis 2 ans ; les difficultés du multilatéralisme, dont on parle depuis 2001 pour tenter de clore le débat des subventions sur la pêche. Un panorama factuel, donc.

Mon deuxième propos, sur le renouveau du protectionnisme, est qu'il est nécessaire d'analyser les causes profondes de cet accroissement des tensions. J'en vois trois. Première cause, l'usurpation du statut de pays en voie de développement par la Chine, la problématique des SOEs (« state-owned enterprises ») chinoises, afin de mesurer le degré de soutien de l'État chinois à ces entreprises qui opèrent en Europe et en-dehors de ses frontières. Deuxième cause profonde, le découplage entre la Chine et les États-Unis, dont on parle beaucoup ; il concerne les techniques de souveraineté de la défense, cyber sécurité, le spatial... Il y a un découplage réel ; même s'il est à relativiser, il induit du protectionnisme. Jusqu'à présent, on a évalué les procédures du dumping. La dimension unique du dumping est en train d'éclater avec le CO2. Il va falloir restaurer le « level-playing field » au fur et à mesure que le prix du carbone augmente. Troisième facteur,

les droits de l'homme, avec des demandes exigeantes du consommateur européen qui souhaite s'assurer que les entreprises respectent les droits humains.

Au-delà de ces trois causes, un sous-jacent important, un basculement géopolitique, une situation sur l'énergie du monde et de l'approvisionnement où cette énergie est responsable de 80 % des émissions de CO2 dans le monde. La maîtrise de l'approvisionnement en énergie va-t-elle dicter la géopolitique ? Prenons l'Arabie Saoudite, les États-Unis et la Russie : ce triangle a déterminé les guerres et les excursions hors du référentiel « level-playing field » avec l'OPEP. Le monde d'après serait potentiellement un monde sans carbone mais riche en métaux stratégiques. D'ici une dizaine d'années, on estime que la demande en métaux précieux va augmenter de manière spectaculaire (multipliée par 3 pour le cuivre, par 4 pour le lithium, et le cobalt suivra la même tendance haussière). Certains responsables politiques souhaitent un monde décarboné mais, dans les 10 ans qui viennent, la demande en métaux précieux et terres rares va augmenter inexorablement et cela est particulièrement vrai pour le cuivre. Les Chinois ont pris en moyenne la moitié des chaînes d'approvisionnement en matière de métaux précieux ; ils ont un temps d'avance, c'est un fait. Ce basculement Chine - États-Unis va jouer un rôle important. Se pose donc la question de comment sécuriser ces matières premières.

Le niveau de traitement de ces sujets doit être européen. La France peut être à la manœuvre, mais cela doit se faire au niveau européen. Le risque en France est de vouloir créer des dispositifs et de vouloir chercher ses clés sous le réverbère parce que c'est éclairé. Ce dispositif sur les investissements étrangers ne représente plus 10 % du capital, mais 25 %. Le décret « activités stratégiques » est un outil stratégique qui nécessite une coordination des intérêts européens. Il faudra être clair sur la liste des activités stratégiques mais également sur les technologies de la décarbonation (modèle de défense hybride), ces mêmes secteurs dans lesquels il y aura des investissements stratégiques plutôt que techniques. Puisque l'on va aller chercher des matières premières et des technologies de la décarbonation que l'on va partager, les relations pays à pays vont certainement être donnant-donnant. Le concept de « level-playing field » prendra une dimension différente dans les années à venir.

David AZEMA : Je relis la question qui a été posée à ce panel et vais être très académique : faut-il réduire ou modifier à la hausse le seuil pris en application de la loi Pacte pour réglementer les investissements étrangers ? En la matière, avant de répondre à la question, il faut regarder les investissements étrangers visibles. Ces sujets-là ce ne sont pas des sujets qui vont subir des évolutions majeures. Les pays feront toujours ce qu'ils veulent ; ce n'est pas un problème

de droit, mais un problème politique. L'opinion et la pression de l'opinion publique sont supérieures à l'État de droit, et nous l'avons vu avec l'absence de privatisation d'ADP. La technique de l'intimidation fonctionne et, si elle ne fonctionne pas, on peut faire autrement. L'exemple est l'entrée en vigueur du décret Montebourg en réaction à un conflit social.

Selon moi, tout est toujours possible. Nous ne parlons pas de ces circonstances qui sont supérieures aux intérêts juridiques à mon sens. Bien sûr, le droit est important ; lorsque l'on regarde des opérations de M&A, nous adressons des sujets plus techniques et souvent plus stratégiques. Toutefois, les « activités stratégiques » faisant l'objet d'opérations de M&A apparaissant comme importantes et prédominantes aujourd'hui sont en fait des opérations susceptibles de mettre en péril les intérêts stratégiques du passé, non pas ceux d'aujourd'hui et du futur. Il y a un effet d'hystérèse dans la mesure où l'opinion n'a pas encore vu ou perçu les intérêts stratégiques de demain. Définir ce qui est stratégique est donc délicat.

Faut-il faire encore évoluer le texte ou faut-il de la stabilité ? Comme disent les Anglais, « *if it ain't broken, don't fix it* ». Je pense qu'il serait sage de laisser le texte tel qu'il est, il est d'une grande souplesse, de telle manière que si on le veut, il est possible de tout y mettre, sachant que nous n'avons aucune expérience de contentieux sur ce sujet. Nous avons besoin de stabilité mais aussi de pratique. Nous n'avons pas besoin de penser qu'il y aura un jour une doctrine figée car le monde change, comme Philippe Varin le soulignait avec la hausse de la demande en métaux précieux.

Néanmoins je doute que l'on puisse avoir cette stabilité. Le plus important à mon sens est le degré d'influence. Ce qui est intéressant en Grande-Bretagne, c'est que les Anglais ne se contentent pas de sanctionner les prises de contrôle, mais plutôt cherchent à contrôler les investissements étrangers dans les entreprises fondamentales dans la chaîne d'approvisionnement des entreprises britanniques. Le champ d'application est donc plus large, car ce qui est stratégique ne se trouve pas nécessairement aujourd'hui sur le territoire national. Nous assistons à mon sens à une course aux armements en matière de protection des intérêts stratégiques nationaux en matière de contrôle des investissements étrangers.

Deuxième réflexion, nous assistons à une « antitrustisation » du sujet. En M&A, il y a un temps considérable entre le moment de l'annonce de l'opération et celui de la prise de contrôle effective car il est nécessaire de contacter les autorités nationales de la concurrence pour vérifier la conformité de l'opération avec les textes. C'est un système de lourdeur dans le contrôle des investissements étrangers mais je tiens

à préciser que l'Europe est petite, la souveraineté ne dépend pas que du droit. Cela dépend de sa stabilité stratégique, de ses ressources, et en la matière je ne suis pas sûr que ces éléments pèsent tant que ça en Europe. Nous allons reproduire dans notre domaine un morcellement. Il va falloir sortir de l'hypocrisie du règlement de la Commission car nous ne pouvons pas nous passer d'une européanisation du contrôle des investissements étrangers. En effet, si nous observons un affaiblissement des pratiques, si l'Europe ne peut pas se passer de ces intérêts et loupe le coche, peut-on devenir un géant économique en restant un nain politique ?

Georges UGEUX : J'aimerais amener un panorama différent dans le domaine dont nous parlons. Sur le marché des actions, nous avons un territoire national de cotation en France, et depuis 25 ans s'ouvre le monde des cotations internationales qui emmène avec lui le problème de la réglementation de ces marchés sur lesquels ces entreprises veulent se coter. Assez rapidement à la bourse de New York, je me souviens m'être retrouvé face au nationalisme. Il était question de l'introduction en bourse de la China Petroleum Company, puis nous avons ensuite reçu une lettre du Congrès transmise également auprès de la SEC disant en résumé que les Chinois avaient des activités au Soudan, et qu'au Soudan les chrétiens étaient maltraités. Par conséquent, la cotation était impossible. Les banquiers d'affaires ont eu l'ingénieuse idée de « splitter » la société, et de ne pas coter l'une des activités contenant la filiale soudanaise. Mais l'argent est fongible : qui alors contrôlait qu'une partie de l'argent collecté sur les marchés ne se retrouverait pas au Soudan ? Les Américains ont alors découvert un risque mortel, celui que toutes les sociétés américaines aillent se coter aux Bermudes. Il fallait éviter la cotation des sociétés américaines à l'étranger pour éviter que le capital s'en aille, donc les États-Unis ont fait voter la loi Sarbanes-Oxley dans laquelle on mettait des bâtons dans les roues aux sociétés souhaitant se coter à l'étranger, ce qui présentait un problème. Le régulateur japonais et vingt sociétés japonaises nous ont expliqué que nous ne devions pas nous inquiéter et que les auditeurs des sociétés japonaises ne pouvaient pas être considérés comme non-indépendants (alors que ce sont des anciens cadres de l'entreprise) parce que l'assemblée générale a le droit de virer les auditeurs. On n'a jamais viré d'auditeurs au Japon. Mais comme on avait à la SEC un monsieur qui avait travaillé au Japon et qui était devenu le responsable de la corporate finance, on a décidé qu'on allait se satisfaire de ce genre de choses.

La plus grande opération protectionniste de l'humanité et du XXI^e siècle est le Brexit. La City de Londres souhaite le beurre et l'argent du beurre, c'est-à-dire, être un leader européen sans être dans l'Union européenne. Rien n'a encore été décidé en

matière de services financiers, tout doit passer par le filtre de l'équivalence, cela devrait être facile car la réglementation reste la même. Les Britanniques veulent créer leur propre réglementation et espérer qu'elle soit équivalente au niveau européen. Aux États-Unis, les Américains ont le droit divin de contrôler les auditeurs de toutes les sociétés cotées sur leur territoire dans le monde entier : c'est quand même outrageux. Les Chinois sont les seuls à refuser cela, car il n'est pas possible de décoter toutes les sociétés chinoises. Ce texte, unanimement voté par les démocrates aux États-Unis, puis avec le décret Trump disant que toutes les sociétés chinoises doivent se décoter, a eu comme conséquence pour les bourses de forcer les trois sociétés de télécommunications chinoises à se décoter des places boursières américaines et donc les investisseurs en pâtissent. Maintenant, les Chinois ont décidé que toutes les sociétés chinoises devaient aussi se décoter des places boursières américaines par réciprocité.

Ainsi à peu près partout dans la composition du panel, j'observe la montée des nationalismes, la montée du protectionnisme et toute une série de mesures en ce sens. Et je rejoins les intervenants sur la nécessité d'un travail à effectuer au niveau européen.

Questions au panel (non incluses).

Table ronde 2 : Les pouvoirs des actionnaires de contrôle basés en France se sont-ils renforcés ?

Présentation d'article : « **The Effect of Tenure-Based Voting Rights on Stock Market Attractiveness** » (« **L'effet des droits de vote liés à la permanence de l'actionnaire au capital sur l'attractivité du marché boursier** »)
par Alexandre Garel

Intervenants :

- Alexandre Garel, Assistant Professor à Audencia Business School, membre du Comité d'orientation de D&C
- Benoît de Juvigny, Secrétaire Général, Autorité des Marchés Financiers
- Alain Pietrancosta, Professeur à l'Université Paris 1 et membre du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP), membre du Conseil d'Administration de D&C
- Denis Branche, co-fondateur de Phitrust
- Angus Milne, Directeur Risk & Compliance de TCI Fund Management Limited

Alexandre GAREL : Il s'agit d'une recherche menée avec Thomas Bourveau (Columbia University) et Francois Brochet (Boston University) qui traite de la conséquence de la mise en place de la généralisation des droits de vote double telle que prévue par la loi Florange du 29 mars 2014. Elle traite des conséquences positives et négatives de cette législation.

Que prévoit la loi Florange ? Un droit de vote double automatique attaché à une action, sous réserve de sa détention au nominatif pendant plus de deux ans. Une entreprise peut ne pas l'appliquer et doit alors voter une résolution à la super majorité selon laquelle une action égale une voix.

Quelle est la défaillance de marché, quel correctif est apporté par le législateur et cette correction est-elle la meilleure ? Quels en sont les effets négatifs ?

L'objectif du législateur est d'« *encourager l'actionnariat de long terme pour contrer le court-termisme du marché actions* » par la mise en place du droit de vote double.

Le législateur part du postulat d'une pression à court terme sur le marché actions qui empêcherait l'entreprise d'investir, mais rien n'est évident dans ce postulat.

En effet, mon premier point consiste à dire qu'une action est une machine à valoriser une entreprise sur le long terme. Prenons l'exemple d'Amazon qui n'a pas généré de profits au début de son introduction en bourse. Mon deuxième point est d'avancer que si une entreprise n'investit pas, cela peut être aussi parce qu'elle n'a pas de bonnes opportunités d'investissement. Le court-termisme peut donc ne rien à voir là-dedans : si la majorité du cash est distribuée sous forme de dividendes, cela n'est pas nécessairement mauvais dans la mesure où s'opère une réallocation optimale du capital dans des entreprises ayant des promesses de cash-flow futurs bien meilleures que celle ayant initialement distribué le dividende.

Il y a donc une dichotomie entre court-termisme et investissement qui n'est en réalité pas évidente à démontrer. Dans un modèle de valeur actuelle nette, il n'est là encore pas évident de postuler que les actionnaires préfèrent le cash-flow à court terme plutôt que le cash-flow à long terme. Sur le marché américain, les données empiriques démontrent que les entreprises cotées investissent plus que les entreprises non cotées. Ensuite, aux États-Unis encore, les dirigeants interrogés dans le cadre d'une étude que nous avons recueillie annoncent qu'ils préfèrent plus souvent prendre des décisions qui vont favoriser la montée du cours de bourse à court terme, même si ces décisions pourraient avoir des conséquences négatives, selon le déclaratif empirique. Selon les preuves empiriques disponibles sur le marché européen, il n'est pas constaté un recul des investissements ou des apports en capitaux sur le marché européen. On pourrait alors appliquer ces méthodes d'investigation au marché français pour avoir une opinion éclairée sur la prétendue dichotomie entre court-termisme et investissement.

Le législateur indique que le court-termisme nuit à l'investissement des investisseurs. Le chercheur, lui attend des preuves empiriques qui n'ont pas encore été produites.

Le législateur dit qu'il faut préserver et favoriser l'actionnariat de long terme. Selon lui, cela constitue un moyen de se protéger du court-termisme. Or, quand nous observons les preuves empiriques, nous nous rendons compte qu'avoir une série d'actionnaires institutionnels de long terme au capital d'une entreprise permet de dégager une meilleure performance boursière par rapport à celles qui ont une base actionnariale plus éparse. Cela génère plus d'innovation, moins de manipulation de marché et permet également une valorisation plus proche des fondamentaux de l'entreprise en question (N.B : ces travaux empiriques ont été effectués auprès des institutionnels).

Mais il y a également des effets pervers résultant de l'existence des droits de vote double, à savoir : une perturbation de l'équilibre de marché préexistant. En effet, il y a des entreprises où cela a du sens d'adopter des droits de vote double et d'autres entreprises qui refusent de les adopter. Le régulateur crée donc une déviation de l'équilibre de marché préexistant. Par ailleurs, cela devient plus dur pour les minoritaires. Cela conduit à une expropriation des actionnaires minoritaires, avec un renforcement des actionnaires majoritaires qui s'opère à leur détriment.

Cela soulève également une problématique au niveau de l'actionnariat institutionnel étranger, car il est nécessaire que les actions soient détenues au nominatif, et cela représente un coût (ou un manque à gagner) de passer ses titres au nominatif. Un fonds institutionnel prête ses actions dans sa manière habituelle de fonctionner. Au nominatif, ses actions sont immobilisées. Le droit de vote double est donc contraire aux principes de bonne gouvernance des investisseurs institutionnels étrangers.

Par ailleurs, la présence d'institutionnels étrangers est plutôt positive, en termes de bonne gouvernance, d'innovation et en termes de politiques ISR/ESG.

Il convient alors de se demander une chose et de poser les conditions de réalisation de l'objectif du législateur. S'il y a du court-termisme, s'il empêche l'investissement et si on ne peut généraliser les droits de vote double, alors cette loi peut avoir des effets positifs.

Cependant, cette loi n'est pas susceptible de viser l'objectif poursuivi par le législateur. L'État français, législateur, va aussi bénéficier de la mesure qu'il met en place, compte-tenu qu'il a subsidiairement l'intérêt de la mesure en tant qu'actionnaire, dans la mesure où l'État actionnaire qui monte au capital va vérifier qu'il ne rejette pas les droits de vote double pour conserver une minorité de blocage. Cela ne résout donc pas le « problème » du court-termisme.

L'étude en question procède d'un examen empirique : sur un échantillon de 340 entreprises, la majorité des entreprises étudiées avaient déjà des droits de vote double avant la loi Florange ; parmi celles qui n'en avaient pas, 24 % vont les adopter et la majorité de ces entreprises vont les rejeter, ce qui illustre bien qu'il y avait un équilibre de marché préexistant.

Ensuite, nous avons procédé à une comparaison de l'évolution de l'actionnariat parmi les entreprises qui ont adopté les droits de vote double par rapport à celles qui les ont rejetés. Dans l'échantillon des investisseurs institutionnels étrangers, il se n'agit pas d'investisseurs de court terme, leur majorité vient des États-Unis et du Royaume-Uni, et pour l'actionnariat français, il s'agit d'individus, de familles d'actionnaires.

La conclusion de l'étude est la suivante : nous avons la constatation visuelle d'une perte relative de 4 % de l'actionnariat investisseur étranger après la généralisation des droits de vote double, et d'une substitution d'un type d'actionnariat de long terme au détriment d'un autre type d'actionnariat de long terme, qui se fait au détriment de l'investissement étranger.

Enfin, au regard de la comparaison des rendements boursiers entre les entreprises qui adoptent les droits de vote double et celles qui les rejettent, nous avons remarqué que les rendements boursiers ne sont pas meilleurs pour celles qui adoptent les droits de vote double, ils sont même négatifs par rapport à ceux des entreprises qui ont rejeté les droits de vote double. De la même manière, celles qui les adoptent ne font pas plus d'investissement en R&D, ne sont pas meilleures du point de vue des critères ESG, que celles qui ont rejeté les droits de vote double.

Si en réalité l'objectif du législateur est de donner moins de pouvoirs aux investisseurs étrangers, il s'agit là d'une réussite et il se pourrait que ceux qui ont adopté les droits de vote double sont mieux capables de préserver l'emploi que ceux qui n'ont pas adopté les droits de vote double, mais il est difficile de l'observer...

La loi Florange a-t-elle contribué à dissuader les investissements étrangers ?

Alain PIETRANCOSTA : J'ai écouté la présentation avec attention et, il est vrai, qu'un certain nombre d'études ont montré que le mécanisme des droits de vote double ne générerait pas d'augmentation de la durée de détention, mais plutôt un biais « pro insider ». En effet, nous avons une dichotomie entre l'intention louable du législateur et la démonstration économique, qui n'est pas là.

Benoît DE JUVIGNY : Je voudrais faire une précision liminaire sur le fait que mes propos n'engagent que moi et pas l'AMF. Il est vrai que publiquement l'AMF a été très prudente sur cette question, et l'AMF a toussé face au principe qui prévoyait, parallèlement au mécanisme de droit de vote double, celui d'une consultation des IRP (NDLR : Institutions Représentatives du Personnel) sur les offres publiques. Je ne parle pas du principe de donner de la voix aux salariés. Mais en entrant dans un engrenage de délais, on pouvait donner de facto un droit de veto aux IRP. L'AMF avait obtenu satisfaction pour éviter cela et les inquiétudes dans le débat public au moment de la loi Florange n'étaient pas fondées. Personnellement, je ne suis pas un « fan » des offres publiques hostiles, mais je crois en la possibilité dans des cas contraints et très limités d'une OPA hostile, qu'il est possible de limiter les problèmes de gouvernance. Il y a eu également

un problème au niveau de la neutralité du conseil d'administration, cela a changé, grâce notamment à une discussion de l'AMF sur les seuils applicables.

En revanche, ce qui est fondamentalement problématique est la manière dont fonctionnent les droits de vote double car, lorsque l'on est au capital d'une société et lorsque l'on change les règles du jeu en cours de route, cela perturbe toutes les parties prenantes. Le Parlement a changé sa rédaction et a voté la loi en cours de vie. Dès ce moment-là, je pense que l'on piège un certain nombre d'acteurs, près d'une centaine de sociétés étaient concernées. Les minoritaires se sont fait piéger avec ce changement de règles du jeu, et sur ce point la méthode est discutable. Après coup, cela s'est vu, l'APE (Agence des Participations de l'État) a largement bénéficié de ces dispositions, non pas pour en profiter et monter au capital, mais plus pour des raisons budgétaires. Vendre des actions et conserver la même influence au capital est une pratique au demeurant très discutable.

Les conclusions auxquelles vous aboutissez cependant m'ont légèrement agacé parce que je trouve qu'en particulier sur l'emprise des institutionnels étrangers, bien que je partage le constat de cette étude, le sujet encore plus important à mon sens est que la règle du jeu ait changé si abruptement. Il faut faire attention aux conclusions que l'on tire de cette étude, car vous avez des sociétés qui ont des droits de vote double depuis toujours, et j'ai plus de mal à dire que cela puisse constituer un sujet en soi. Changer la règle du jeu en cours de vie est le principal souci. Je pense qu'il faut faire attention avec ce type de loi. Et je ne vais pas parler de la décision ministérielle sur Carrefour, alors que la valorisation est bien plus élevée sur Couche-Tard, qui arrive à faire une offre aussi attractive sur Carrefour.

Cela veut dire que l'on a un problème avec nos niveaux de valorisation. L'étude présentée le montre bien : ce qui décourage l'investissement étranger a une incidence sur les rendements boursiers. Mais je remarque peut-être qu'il y a aussi un biais de sélection, avec un petit échantillon sélectionné dans l'étude. Beaucoup d'entreprises sont également dans le giron de l'APE, car l'APE n'a pas des portefeuilles très diversifiés.

Sur les droits de vote double, j'y reviens, le fait qu'il faille mettre ses actions au nominatif pour bénéficier du droit de vote double n'est pas un sujet, il n'est pas possible de faire autrement. Peut-être, un jour avec la blockchain, on pourra faire autrement ; mais cela ne coûte pas non plus trop cher d'aller au nominatif, et l'existence de l'exercice d'un droit de vote majoré, pour ceux qui en ont envie, fonctionne pour laisser les sociétés faire ce qu'elles veulent.

Angus MILNE : Nous sommes des investisseurs de long terme, nous avons pris l'avantage conféré par les droits de propriété sur les titres cotés au sein de nos portefeuilles. Que cela fasse de nous des investisseurs de long terme ou non, la question importante est en lien avec la structure et la profitabilité de l'entreprise en question, parmi d'autres facteurs.

En tout cas, cela nous donne du « leverage » si l'on sent que l'entreprise ne va pas dans la direction que nous estimons qu'elle devrait prendre. Nous avons la réputation d'être des investisseurs activistes, c'est un fait connu, mais par-dessus tout, la discussion porte sur le fait de dégager un consensus avec l'entreprise en question. Et parfois l'entreprise apprécie la position et la participation que nous avons prise dans leur entreprise en tant qu'actionnaires engagés.

La raison pour laquelle je pense que les investisseurs institutionnels n'enregistrent pas leurs actions au nominatif est notamment parce qu'ils ont beaucoup d'actions partout dans le monde et que cela ne fait pas partie de leurs besoins d'essayer d'influencer le conseil d'administration avec leurs droits de vote double. En vérité, cela ne fait pas partie de leurs intérêts économiques.

Je m'interroge peut-être sur le fait que cela pourrait changer la façon avec laquelle les gérants d'actifs ne se sentent aujourd'hui pas vraiment concernés par le réchauffement climatique. Je pense que cela pourrait les pousser à utiliser leurs droits de propriété pour influencer des résolutions pro-climat lors des assemblées générales, et faire quelque chose de différent.

Et je pense que si la France veut désespérément des actionnaires de long terme, elle pourrait changer sa législation afin qu'il ne s'agisse pas seulement d'avoir à enregistrer leurs actions pour qu'elles donnent lieu à des droits de vote double, mais plutôt, de faire en sorte qu'elle puisse simplement permettre aux entreprises de les déposer auprès du dépositaire, à son nom. En cela, je pense que cela pourrait changer les choses notamment sur les questions climatiques pour faire un usage intéressant des droits de vote double. Ou alors, je me trompe et il est question dans cette législation de favoriser les actionnaires de référence de long terme préexistants, et de restreindre le champ d'action des activistes.

Il y a une chance que le changement climatique change le paysage financier, nous avons essayé de pousser des entreprises à prendre des mesures en ce sens, car elles ne le font pas assez rapidement.

Toutefois je pense que cette loi sur les droits de vote double pourrait être utile dans ce contexte, pour que les actionnaires participent plus activement en ce sens,

via le dépôt de résolutions pro-climat. En tout état de cause, nous investissons dans une entreprise car nous pensons que ses perspectives sont intéressantes pour nos investisseurs sur le long terme, mais pas parce qu'elle procure des droits de vote double.

Denis BRANCHE : Tout actionnaire a sa responsabilité, nous nous limitons chez Phitrust à un univers plutôt français, aux sociétés du CAC 40, en ayant cette activité que certains qualifient d'activiste « responsable ». Nous avons un dialogue avec les responsables d'entreprises et en cas de désaccord avec leur vision, nous déposons des résolutions aux assemblées générales en ce sens. Sur la loi Florange, nous sommes personnellement attachés au principe « one share, one vote ». Benoit de Juvigny le soulignait, c'est tout à fait injuste d'avoir changé la loi si rapidement.

Nous nous étions levés de manière très pratique contre l'application de cette loi dans trois sociétés : sur Orange - il s'agissait d'une question de principe, de respect de nos droits minoritaires -, sur Vivendi - cela a été plus compliqué - et puis sur Accor. Sur Vivendi, nous avons vu Vincent Bolloré arriver, il avait au départ 6 % du capital, puis était monté à 15 %, et avait utilisé un certain nombre d'arguments en indiquant qu'il détenait une société de médias et qu'il était accompagné par des investisseurs. C'était un problème pour les minoritaires car nous avons dû obtenir 51 % des voix mais nous n'avions pas eu de majorité qualifiée. Vincent Bolloré a notamment eu le soutien d'institutionnels qui pourtant sont attachés au principe du « one share, one vote », et de fait Bolloré a pris le contrôle de Vivendi. Ce contre quoi nous nous élevons, en tant qu'adeptes du « one share, one vote », est le fait que nous sommes lésés par les atténuations de ce principe. Il convient de préciser le projet industriel en sus d'une bonne prime d'émission. Par ailleurs, comme cela avait été le cas sur Jinjiang/Accor, il fallait faire attention avec les droits de vote double car il était possible de passer sous le contrôle d'un groupe chinois. Nous restons en général dans une optique de conseiller les dirigeants.

Les actions à droits de vote multiples peuvent-elles contribuer à l'attractivité de la place financière de Paris ?

Alain PIETRANCOSTA : Il faut tout d'abord comprendre de quoi l'on parle et éviter la confusion avec les actions de loyauté ou de fidélité françaises, dont le modèle, français, a récemment essaimé en Italie ou en Belgique. Le droit de vote multiple (DVM) est ici attaché aux actions, et non aux actionnaires. Il est donc potentiellement transférable avec les actions représentatives de cette catégorie. Surtout, il porte une atteinte supérieure au principe

« une action - une voix », en ce qu'il constitue non pas un avantage auquel l'ensemble des actionnaires peut avoir accès dans les mêmes conditions, mais un privilège de vote réservé *ab initio* à un actionnaire ou un cercle restreint d'actionnaires. Ce cercle restreint est, lui, déterminé non pas en fonction de la durée de détention de leurs titres, ce qui est une condition objective, mais intuitu personae en raison de leurs qualités d'entrepreneurs et de dirigeants-clés dont le maintien aux commandes apparaît indispensable au succès de l'entreprise. Techniquement, cette pratique consiste pour un émetteur à entrer en bourse avec un capital divisé en classes d'actions comportant des droits de vote inégaux (de 0 à un multiple), à l'effet pour les fondateurs-dirigeants de conserver le contrôle de la société en dépit de l'ouverture de son capital au public. En termes de politique juridique, toute la question de savoir si cette atteinte à l'égalité de vote des actionnaires est justifiée et compensée par les avantages associés au mécanisme est à l'échelle internationale l'une des plus actuelles et des plus brûlantes de la gouvernance des sociétés cotées.

Alors que, dans les sociétés cotées, l'on avait tendance à considérer que le mouvement vers le principe « une action - une voix » (« one share, one vote ») était irréversible dans les États qui l'avaient imposé et quasi-inéluctable dans les autres, l'évolution du contexte explique l'ouverture croissante des droits des sociétés ou boursiers nationaux au mécanisme des *dual/multi-class share structures* (MCS). Cette évolution s'opère sous le double aiguillon de l'utilité économique et de la compétition que se livrent les marchés pour se rendre le plus attractif possible aux yeux des émetteurs nationaux, mais aussi étrangers, et notamment ceux recelant les plus forts potentiels de croissance. Puisque l'on parle aujourd'hui de protectionnisme, elle offre également un moyen supplémentaire d'ancrer les entreprises nationales les plus prometteuses sur les marchés locaux. Le flux des réformes observées dans le monde est en tout clairement unidirectionnel. En 2014, l'Italie a introduit des droits de vote triple utilisables dans le cadre d'IPOs, après le transfert à Amsterdam du siège de Ferrari en 2013, cotée ensuite à la Bourse de New York, et de Fiat Chrysler Automobiles en 2014, afin de permettre la famille Agnelli de maintenir son contrôle sur la société. Entre 2018 et 2020, ce sont les grands marchés asiatiques qui ont modifié leurs règles, à l'instar de Singapour et Hong Kong, après avoir vu les plus grandes sociétés chinoises continentales s'incorporer dans des États dont la loi offre la possibilité d'instituer des droits de vote multiples et se faire coter à NYC (Alibaba Group Holding Ltd. (plus grosse IPO de l'histoire, réalisée en 2014) et Baidu Inc.) ; en 2019, c'est le tour de l'Inde ; en 2020 celui de Shenzhen et Shanghai. Plus près de nous, il faut surtout mentionner la réforme que s'apprête à adopter le London Stock Exchange pour son segment

Premium. Est aussi indicatif du mouvement le fait que la consultation publique que vient d'engager la Commission de Bruxelles à l'échelle de l'Union en vue d'accroître l'attractivité des marchés boursiers européens, en particulier pour les PME, entend sonder sur l'opportunité d'introduire cette faculté de recourir à des droits de vote multiple à l'échelle du continent.

Cette ouverture à une forme de droit de vote plural est intéressante historiquement, en ce qu'elle illustre les mouvements de balancier auxquels le droit des sociétés nous a habitués, entre libéralisme, contractualisme et dirigisme. Signe sans doute de sa flexibilité ou de son adaptabilité aux besoins et exigences d'une époque. Puisque le sujet du jour est le protectionnisme, il est utile de rappeler la finalité protectionniste de la dernière période de vote plural que notre droit français des SA a connue au début du XXe s., qui répondait à la crise monétaire suivant la première guerre mondiale, laquelle permettait aux pays à monnaie forte d'acquiescer à moindres frais le contrôle d'entreprises ressortissant de pays à monnaie fortement dévaluée. Parade a été trouvée dans les actions à vote plural que l'on confiait à des nationaux de confiance. Les changements de l'environnement amènent également à s'interroger sur l'opportunité du maintien de l'interdiction légale de ces actions à droit de vote plural et à se demander, en termes plus « coasiens », dans quelle mesure il peut être fait confiance à la négociation pour parvenir à une répartition efficiente des ressources.

Aux États-Unis, où la pratique est ancienne, mais en fort développement depuis une dizaine d'années, notamment dans le secteur de la tech, tous les géants du numérique en possédant (Google (devenue Alphabet), Facebook, LinkedIn, Alibaba, Square, Pinterest, Uber, Airbnb, Slack Technologies, Snap, Lyft etc. ; entre 2014 et 2019, 35 % des US tech cotées utilisent de telles structures), le débat doctrinal sur le sujet est nourri et parfois virulent entre partisans et adversaires des MCS. Il naît d'un désaccord sur les avantages et coûts comparés de ces structures de vote.

Les principales vertus habituellement prêtées aux MCS tiennent au fait qu'elles contribuent à surmonter le « dilemme du fondateur », tiraillé entre le développement de l'entreprise et la perte de contrôle ; elles permettent aussi aux actionnaires de contrôle qui détiennent ces actions, aux administrateurs et dirigeants, de se concentrer sur le succès et la rentabilité à long terme de la société, et de créer de la valeur en poursuivant leur vision idiosyncrasique ; elles constituent encore une défense efficace contre les prises de contrôle hostiles, protégeant ainsi contre les acquéreurs opportunistes ; elles participent à un certain patriotisme économique ; elles ne sont qu'une manifestation du principe de liberté contractuelle (*private ordering*) sur lequel est fondé notre système économique et juridique ; elles concourent enfin à

l'effort de rééquilibrage entre capital financier et capital humain dans la société.

Les principaux inconvénients mis en avant tournent autour des idées suivantes : les MCS confèrent un pouvoir de vote aux détenteurs des actions à DVM bien supérieur à leur intérêt économique dans la société, ce qui leur permet d'avoir accès aux capitaux du public et de continuer à contrôler la société tout en transférant la majorité du risque financier aux investisseurs extérieurs ; elles sont de nature à accroître les coûts d'agence entre *insiders* et *outsiders* ; elles peuvent permettre l'enracinement d'un management peu performant, favoriser le népotisme ou le copinage dans la succession de la gestion et participer à l'irresponsabilité des dirigeants ; elles ne contribuent pas à l'affirmation du conseil d'administration ; elles accroissent le risque de prélèvements indus sur le patrimoine de la part des actionnaires à DVM et des dirigeants sociaux, par le biais de plans de rémunération déraisonnables ou de transactions personnelles ; la vision idiosyncrasique des fondateurs peut, après un certain temps, devenir obsolète ou ceux-ci se montrer moins enthousiastes ou compétents.

En l'absence d'éléments parfaitement conclusifs issus de la littérature économique sur le sujet, des compromis s'élaborent un peu partout dans le monde, dépendants des cultures et des écosystèmes locaux, certains (États-Unis, Suède, Pays-Bas) plus permissifs que d'autres (Singapour, Hong Kong, Chine continentale, Canada, Inde, Australie et demain Grande-Bretagne). L'élément différenciant tient essentiellement aux contraintes imposées pour maîtriser les risques de gouvernance associés au mécanisme. La réflexion sur cet encadrement normatif conduit notamment à se pencher sur : le domaine d'ouverture aux MCS, quant aux marchés, aux opérations et aux sociétés ; aux obligations de transparence y associées ; à l'introduction d'une égalité de traitement en cas d'OPA ou d'autres événements majeurs de la vie sociale ; à d'autres mécanismes compensatoires en termes de gouvernance des sociétés, afin de limiter les coûts d'agence ; ou au recours aux « *sunset clauses* » post-IPO. Ces clauses de *sunset*, c'est-à-dire d'extinction du dispositif, mobilisent une grande partie des discussions académiques. Aux États-Unis, seule une minorité de sociétés dotées de MCS ont institué un tel mécanisme, même si, en flux, la pratique tend à s'imposer. S'agissant plus précisément du type optimal de *sunset*, les opinions se divisent entre celles, de plus en plus répandues, qui prônent des extinctions à terme fixe (*term-based sunsets*), de sorte que toute action à vote multiple s'éteint automatiquement après une période prédéterminée (par exemple, sept, dix ou quinze ans), à moins qu'une majorité d'actionnaires indépendants (c'est-à-dire ne disposant pas de votes multiples) n'en décide autrement ; et celles qui

plaident pour le rattachement de l'extinction à la survenance d'événements particuliers (*event-based sunsets*), liés aux résultats financiers, à la réduction de la participation du contrôleur au capital, à son départ de l'entreprise en tant que dirigeant, ou à des éléments de la vie privée des bénéficiaires des DVM (vieillesse, invalidité, décès etc.). Il existe en réalité une myriade de possibilités pour satisfaire les besoins des fondateurs et des investisseurs et il faut se garder de la tentation du *one size fits all*. La structure optimale doit tenir compte du niveau général de protection assurée aux investisseurs, de la nature particulière de l'entreprise, de la vision, des qualités personnelles de l'entrepreneur, du secteur d'activité de l'entreprise, du profil de capital et des besoins de dépenses de l'entreprise, de la disponibilité d'alternatives à l'IPO et de tout autre facteur jugé important par les parties qui envisagent les conditions d'admission d'une entreprise sur les marchés publics. Les solutions retenues doivent en tous cas être fixées à un niveau qui ne menace pas le succès attendu de l'ouverture au procédé lui-même.

Benoît DE JUVIGNY : De mon point de vue je sais que l'AMF est plutôt dans le camp du « *one share, one vote* », car le droit de vote est un droit lié à la qualité de l'actionnaire. Aujourd'hui, dans un cadre de concurrence internationale, le « *game changer* » serait ce qu'il se passe au Royaume Uni. En matière de gouvernance, c'était la patrie du « *one share, one vote* ». Le plus important aujourd'hui est de renforcer les incitations pour œuvrer dans la lutte contre le changement climatique. Le débat était légitime et l'AMF soutient le HCJP dans sa démarche de mettre en avant les avantages et inconvénients afin de savoir si ces évolutions sont pertinentes.

Les Pays-Bas ont le vent en poupe sur le listing, autant le débat se pose sur les IPO, mais je ne suis pas sûr de savoir comment cela fonctionnerait autrement. Il faut toutefois faire attention à une chose, ce sont les indices. Avec le droit des sociétés, le droit boursier et les règles de marché, il est possible de procéder à des petits ajustements mais pour les fournisseurs d'indices, cela va compter. Le dernier débat, à mon sens concerne le non coté, qui prend de l'ampleur, nous observons un étiolement de la cote depuis un moment avec une tendance baissière depuis une dizaine d'années, avec une grosse concurrence du non coté, donc le débat portant sur le renforcement de l'attractivité de la place de Paris est légitime.

Alain PIETRANCOSTA : D'autant que la loi Pacte a fait sauter le tabou du « *one share, one vote* » dans les SA non cotées, ce qui permet de faire du vote multiple dans le non coté.

Angus MILNE: Le listing à Londres est encadré par le FCA (*Financial Conduct Authority*), le régulateur. En regardant le contexte dans lequel nous sommes, nous avons actuellement très peu d'IPO à Londres en 2021. Même au niveau du marché primaire, les MCS étaient autorisés, jusqu'à ce que les investisseurs institutionnels les refusent ; cela a pris près de 20-30 ans avant que l'on change de paradigme sur ce sujet. Je ne sais pas ce que la FCA va entreprendre sur ce sujet, ils doivent publier donc je ne veux pas trop m'avancer là-dessus, mais ils vont s'occuper de ce sujet des MCS et traiter de la question de la proportion des droits de votes. Il faut peut-être mettre une limite là-dessus. Lorsque j'entends qu'il faut limiter le recours aux « *sunset clauses* » à 5 ans, je trouve que 5 ans est un peu arbitraire. Aux États-Unis, où nous avons beaucoup de MCS, nous manquons d'attractivité de marché à cause aussi des niveaux importants de MCS. La limite de temps devrait être adaptée, à mon sens, en fonction de l'entreprise en question. Il convient aussi de prendre en compte la nature spéciale de l'entreprise pour la limite de temps.

Denis BRANCHE : Je souhaitais juste faire une remarque. Sur le principe, je suis un peu réticent sur cette question des MCS, mais ces mesures-là ne sont-elles pas comme la loi Florange ? Et celles sur les OPA, ces mesures ne sont-elles pas destinées à ne favoriser que le management de la société ? Personnellement, je ne suis pas favorable à l'idée de payer la protection d'un manager. Mais par exemple, pour une entreprise comme Téléperformance, qui est une entreprise de services de technologie dans laquelle on a observé une réduction de la participation du manager, qui n'est plus qu'à 4 % du capital, cela n'empêche pas nécessairement d'avoir une boîte très valorisée.

Benoît DE JUVIGNY : Le problème des MCS soulève aussi le sujet des rémunérations du dirigeant, qui peut conduire à des situations abusives avec des blocages.

Doit-on anticiper la fin des structures sociétaires pyramidales et des sociétés en commandite par actions ? (*Question non abordée*).

Table ronde 3 : Quel est le rôle de l'État dans les opérations de fusions-acquisitions et la gouvernance ?

Intervenants :

- Martin Vial, Commissaire, Agence des Participations de l'État
- Hubert Preschez, Associé, Messier & Associés
- Pierre-Olivier Savoie, Cofondateur de Savoie Laporte (Paris, Montréal, Toronto)
- Sophie Vermeille, fondatrice de D&C

Sophie VERMEILLE : Bonjour à tous, merci de rester avec nous pour ce troisième panel où j'ai le plaisir et l'honneur d'accueillir Martin Vial, commissaire à l'APE ; Hubert Preschez, associé chez Messier & Associés ; Pierre-Olivier Savoie, confrère québécois qui travaille entre Paris et Montréal ; et enfin, quelqu'un qui est venue de loin, Mariana Pargendler, *Global Professor of Law* NYU à São Paulo et dont j'ai découvert la recherche. Elle a notamment co-écrit un livre que je recommande à mes étudiants, qui est *Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, une manière d'enseigner le droit des sociétés de manière différente et avec un grand professeur à Oxford, John Armour.

La question est la suivante : pourquoi une société qui prend des participations minoritaires dans les sociétés contrôlées par l'État fait face à des challenges importants ? Nous avons fait des comparaisons d'expériences, en présence de personnes qui ont concentré leur recherche sur l'étude des sociétés détenues par l'État. Voici encore un sujet d'aujourd'hui sur la thématique du nationalisme. L'extrême connaissance de ce que nous vivons en France m'a tout d'abord frappée dans la recherche de Mariana. Elle porte son regard de professeur brésilien qui vit dans une économie qui par certains aspects est similaire à la nôtre, c'est à dire avec une grande présence de l'État au capital des sociétés cotées et avec beaucoup d'actionnaires de contrôle, soit une grande concentration comme en France. Elle porte donc un regard sur notre pays et a des connaissances sur l'histoire du droit français et du protectionnisme qui m'ont fascinées. Nous sommes vraiment contents que vous soyez avec nous et nous allons vous laisser découvrir sa présentation.

Présentation d'article : "The Grip of Nationalism on Corporate Law"

Mariana PARGENDLER : Merci beaucoup à Sophie de m'avoir donné l'opportunité de présenter ma recherche : « *The grip of nationalism on corporate law* » (« L'empire du nationalisme sur le droit des sociétés »).

Le sujet central qui occupe les universitaires sur le droit comparatif de la gouvernance est le suivant : comment la globalisation affecte la gouvernance ? Nous avons deux visions d'universitaires. D'une part, certains adhèrent à l'idée selon laquelle il y a une convergence des systèmes légaux vers un modèle d'actionariat unifié pro-concurrence et efficace. D'autres ont pensé que cela ne pouvait pas être possible car il subsiste des systèmes politiques très différents les uns des autres.

Dans ce papier, je montre que nous avons tendance à beaucoup trop survoler le rôle des politiques nationales et les arrangements en matière de nationalisme économique. Il y a une influence nationale, et cette influence est indéniable :

J'observe qu'il y a deux formes de nationalisme dit *corporate* :

- Le nationalisme de contrôle (contrôle domestique)
- Le nationalisme légal (loi domestique)

Je vais m'intéresser au contrôle domestique dans un premier temps. En guise d'exemples, nous avons l'État propriétaire en Norvège et au Brésil afin d'assurer un contrôle domestique. Il y a tellement de législations qui ont porté le nom d'entreprises ayant fait l'objet d'offres publiques étrangères, cela illustre le rôle important de l'État dans le contrôle des opérations étrangères. Cela a notamment été le cas de Lactalis en Italie.

La France nous fournit également un exemple avec la loi Florange ayant fait suite à l'OPA Arcelor Mittal, ainsi qu'avec les défenses anti-OPA prévues par le droit français. Les droits de consultation des salariés, les actions à droits de vote liés à la permanence de l'actionariat au capital sont également à prendre en considération. Le mouvement procède d'une influence croissante des investisseurs étrangers au capital de grandes entreprises nationales.

L'Allemagne, n'a pas été épargnée par cette tendance, avec une libéralisation en 1990 jusqu'à sa position sur les « *takeover* », avec un système de codétermination. La codétermination s'applique à des entreprises uniquement basées en Allemagne et nous observons une opposition à la directive européenne sur les OPA.

Au Royaume-Uni : nous sommes en présence d'un pays comparativement plus ouvert en matière de législation aux OPA. Mais des signes de recul sont détectables, des réformes prenant en compte les parties prenantes avec le Takeover Panel sont en cours. Pourtant, ce panel a décidé de prendre des mesures un peu moins avantageuses pour les parties désirant lancer des OPA.

Au niveau du droit européen : un effort multilatéral est à noter afin de promouvoir l'intégration économique via le droit des entreprises, mais il présente des succès limités avec la jurisprudence de la CJUE qui est une jurisprudence qui permet aux entreprises de choisir leur État d'incorporation dans l'Union Européenne, et prévoit une limitation sur les actions préférentielles. Toutefois, il s'agit surtout de la directive OPA, qui fut un échec, avec beaucoup de dispositions légales qui ont été optionnelles, et qui a donné lieu à plus de protectionnisme après la directive.

Aux États-Unis : la *First Bank* et la *Second Bank* avaient à l'époque des inquiétudes sur les investisseurs étrangers. Il existe un droit des États en matière de droit des entreprises. D'une manière très protectionniste, les États répondaient en promouvant des législations anti-OPA. Un étatisme important contre les investisseurs hors de chaque État fédéré a été relevé, ce qui a conduit les États à adopter des lois anti-OPA. Par ailleurs, le *Williams Act* de 1968 constitue une législation fédérale anti-OPA.

Ces phénomènes résultent à mon sens d'un déficit politique car les étrangers ne votent pas, il y a une alliance forte des forces domestiques en présence (actionnaires de référence/de contrôle, managers et travailleurs) à travers l'usage du droit des entreprises pour créer un protectionnisme furtif. Les théories existantes disent que les pratiques de gouvernance des sociétés se concentrent seulement sur les coûts d'agence, et pas sur l'intégration économique, mais plus sur le développement local ou la sécurité nationale comme c'est le cas de la politique, qui se préoccupe aussi des managers, des actionnaires et des travailleurs. Nous avons entendu ce genre de choses dans l'actualité.

L'emprise du nationalisme montre qu'il se situe par-delà les coûts d'agence au niveau de l'entreprise et se préoccupe, par-delà les conséquences au niveau de la firme, du sentiment national et des intérêts de plusieurs segments de la population.

Le futur de la gouvernance d'entreprise ouvre la possibilité d'une réaction négative contre les actionnaires. Si ces derniers peuvent être une force au niveau de l'entreprise, il n'y a pas de convergence ni de divergence, car une forte proportion des investisseurs étrangers dans un État donné peut mener à des réformes n'allant pas dans le sens des actionnaires en général. La France compte relativement beaucoup d'investisseurs étrangers dans les capitalisations boursières du CAC 40, mais cela crée également un rejet nationaliste.

En conclusion, il y a des preuves empiriques montrant que les effets des investissements directs étrangers donnent un sentiment mixte. Cela dépend toutefois

des industries mais l'emprise du nationalisme est importante et il faut y prêter attention dans les considérations de gouvernance d'entreprise.

Sophie VERMEILLE : Pouvez-vous nous indiquer s'il y a des signes au Brésil démontrant qu'un environnement légal plus pro-investissements étrangers est en marche ? Avez-vous des *hedge funds* au Brésil ?

Mariana PARGENDLER : Je pense que qu'il s'agit d'un problème difficile à résoudre, il y a un vrai conflit, je dirais même une bataille pour transformer le droit des entreprises au Brésil. Il y a des intérêts dans le statu quo, avec le rôle important de l'État et malheureusement, cela prendra beaucoup de temps. Quelques raisons amènent cependant à entretenir un peu d'espoir. Grâce à des taux d'intérêt bas, de plus en plus de particuliers investissent en Bourse, ça peut être intéressant avec un taux d'épargne important, j'espère que cela va s'améliorer en ce sens pour favoriser l'investissement étranger. Les ONG s'intéressent également à ces problématiques et cela prendra du temps mais cela semble aller dans le bon sens. Il y a des *hedge funds* au Brésil, ils n'ont pas le même poids car on n'en est pas encore là. Mais il faut des investisseurs institutionnels pour pousser la réforme.

Dans les années 1990, le marché boursier a plongé au Brésil, les autorités ont voulu abolir les protections des minoritaires, alors que toutes les entreprises voulaient lever des fonds. Mais dans les années 2000, il y a eu beaucoup de compagnies cotées au Brésil. Une poussée vers le principe « one share, one vote » est aussi en cours, mais il reste des facteurs macroéconomiques instables qui font que cela ne crée pas un terrain très fertile pour amener de meilleurs systèmes de gouvernance, c'est un fait à prendre en compte.

Quel est le rôle de l'État dans les opérations de fusions-acquisitions et la gouvernance ?

Sophie VERMEILLE : Merci à tous, nous allons donc lancer notre panel sur deux autres grands sujets. Le premier sujet concerne l'État actionnaire et dans quelle mesure l'État actionnaire impacte la gouvernance des entreprises dans lesquelles il détient une participation, aussi plus généralement les entreprises françaises quelles qu'elles soient, mais en tout cas cotées.

Nous avons un deuxième grand sujet qui est en fait l'impact de l'État dans les opérations de M&A, à la fois dans les opérations de M&A dans lesquelles il détient une participation minoritaire/majoritaire mais aussi dans les opérations de M&A dans lesquelles l'État a une influence, en tout cas dans lesquelles il peut jouer.

Je vais commencer en laissant la parole à Monsieur le commissaire, pour qu'il nous présente sa vision du rôle de l'État actionnaire. En consultant le dernier rapport de l'Agence des participations de l'État qui vient d'être publié, on peut voir que l'objectif de l'APE est en fait 1) d'incarner les intérêts patrimoniaux de l'État, 2) promouvoir le rôle d'actionnaire avisé de l'État dans les instances de gouvernance des entreprises, 3) gérer les participations, gérer le portefeuille de participation dans les opérations d'acquisition et 4) encourager l'exemplarité en matière de rémunération, d'égalité et de responsabilité sociale et environnementale. Voilà un vaste programme : comment, Monsieur le commissaire, arrivez-vous en fait à gérer la question cruciale du conflit d'intérêts dans lequel l'État peut se trouver ?

Si vous pouvez aussi nous expliquer comment vous mettez en œuvre les règles : comment imposez-vous des règles de gouvernance à travers les entreprises dans lesquelles vous détenez des participations ? Et peut-être aussi la question subsidiaire de qualité très vite abordée qui était rappelée par Mariana Parglender sur la question des *golden shares* aujourd'hui : changent-elles les choses au regard des règles européennes ?

Martin VIAL : Je vous remercie, merci beaucoup. Merci à vous, je voudrais vous remercier ainsi que Droit et Croissance dont je trouve les thématiques extrêmement bien choisies parce que nous utilisons beaucoup, comme vous le savez, de lawyers pour demander des conseils. Ces derniers nous accompagnent avec une vision juridique d'ensemble pour trouver des solutions.

J'ai, je le sais, un rôle un peu ingrat parce que dans la présentation de Mariana Parglender que je viens d'entendre, on entend parler d'un rôle de l'État actionnaire dans le fonctionnement du marché qui est contradictoire avec le rôle des actionnaires privés. Ainsi, je voudrais rassurer Madame Parglender pour montrer que ce n'est pas le cas, tout en assumant totalement le rôle de l'État actionnaire. Il s'agit là d'une question complexe parce que l'État est souvent vilipendé pour les raisons qui viennent d'être évoquées. La France est un pays dans lequel il y a à la fois une très grande attraction pour les investisseurs pour l'activité et il y a une lutte en même temps avec les citoyens qui jugent parfois l'intervention de l'État de manière critique avec répulsion et en économie, j'observe qu'il est souvent critiqué.

Je voudrais revenir sur la crise du Covid que nous venons de vivre et sur l'intervention massive des États européens - pas seulement l'État français, même l'État fédéral américain ou les États sur d'autres continents. Cette intervention massive s'inscrit non seulement en termes d'aides à l'emploi, avec la protection de l'économie, mais aussi sur le versant de l'aide actionnariale. Comme Olivier Guersent le

soulignait avec le cadre temporaire de la suspension des règles de droit de la concurrence, les autorités ont rapidement mis en place en quelques dizaines de jours, des mesures de crise, qui n'ont pas donné lieu à une levée de boucliers, me semble-t-il, dans ces circonstances exceptionnelles. Cela prouve que l'État peut jouer un rôle protecteur ou plus dans une crise aussi systémique que celle que nous avons vécue.

Cette question est complexe parce qu'en réalité il y a une vision de l'État actionnaire qui, à mon sens, est sur-interprétée, et je voudrais l'exprimer avec trois convictions.

La première consiste à rappeler que les éléments qui sont cités par l'étude de Madame Parglender ne peuvent pas être repris tels quels dans le cas de la France puisqu'à la fois le poids de l'État dans l'économie, dans les entreprises françaises, a beaucoup diminué depuis un certain temps et puis le rôle de l'État actionnaire a été clarifié depuis 2004.

Ma deuxième conviction est qu'avec la mise en place en particulier de l'APE depuis 2004, l'État actionnaire a banalisé son intervention dans la gouvernance des entreprises pour devenir un actionnaire représenté dans les conseils d'administration, mais également pour s'inscrire de plus en plus dans un mode de fonctionnement de gouvernance normalisée.

La troisième conviction que je souhaite partager porte sur l'évolution mondiale des exigences du citoyen en matière environnementale et en matière d'éthique sur la compliance. Pour reprendre des termes de gouvernance, elles ont cristallisé le débat entre l'intérêt de l'actionnaire privé et public dans l'entreprise. Cela donne à l'État un poids aujourd'hui beaucoup plus important par rapport à l'intérêt social de l'entreprise, ce qui peut être illustré à travers la loi française depuis quelques années.

Pour revenir sur le rôle de l'État actionnaire, avec ce qui s'est passé depuis 40 ans en partant de la première vague de nationalisation en 1982, l'État a considérablement réduit son influence. Je parle ici de l'État actionnaire représenté au sens large, c'est-à-dire que je prends en compte l'APE, BPI France - dont nous sommes actionnaires à 50 %, l'autre moitié étant détenue par la Caisse des Dépôts. Je prends également en compte la Caisse des Dépôts elle-même puis je rajoute aussi l'IFP (Institut Français du Pétrole) qui avait de très hautes participations historiquement, qui sont beaucoup moins importantes aujourd'hui. J'observe que cet État actionnaire depuis 40 ans a représenté au sens large près de 10 % de l'actionnariat dans les grandes capitalisations boursières dans les années 1980 et, en 2017, avec les dernières données statistiques d'Euronext, cet État au sens large détenait un peu moins de 3 % du CAC 40 et environ 4 % du SBF 120.

Si je me réfère uniquement aux participations de l'APE, sur le périmètre plus étroit de l'État, aujourd'hui nous représentons 1,3 % du CAC 40 et environ un peu plus de 2 % du SBF 120 à travers nos participations. Nous avons donc un passage d'une participation très forte à une très forte décline à travers la privatisation engagée en 1986 puis en 1993. Depuis 1993 cette tendance a cessé de s'accroître par les opérations de privatisation. Depuis 2015, nous avons vendu 15 milliards d'actifs, soit sous forme de cession de blocs sur le marché boursier, soit sous forme de privatisation d'activités non cotées comme les aéroports de province, comme pour Nice et Lyon, soit sous forme de privatisation avec cotation comme pour la FDJ. Le poids de l'État dans l'économie s'est donc considérablement réduit. De ce point de vue-là, nous sommes effectivement très loin des données qu'on trouve dans un certain nombre de pays, soit des pays en développement, ou des pays qui ne sont plus en développement comme la Chine, mais qui sont dans une situation très particulière en termes de détention de participations par l'État actionnaire.

Le deuxième constat est que, depuis début 2004, l'État a clarifié son rôle d'intervention dans l'économie en créant l'APE. Le gouvernement de l'époque a voulu vraiment identifier une entité de l'État dans laquelle est isolé le rôle de gestion du patrimoine financier de l'État, et donc de la distinguer par rapport aux autres rôles de l'État acheteur, l'État régulateur. Toutefois, tous ces rôles n'ont pas été éliminés mais ne sont pas plus incarnés par les mêmes services ou personnes dans la gouvernance des entreprises.

La première conséquence de cela est que l'État a donné une autonomie avec des moyens particuliers avec la création de services de compétence nationale en 2004, qui a isolé l'APE des ministères de régulation, de tutelle, de transport, de l'énergie, de la défense, de la santé, et de la culture. Cette identification a été une clarification majeure. Cette identification a été renforcée en 2010, car en 2010, le service était encore sous la responsabilité de la Direction Générale du Trésor. Depuis 2011, l'APE est totalement autonome. En effet, aujourd'hui, je rapporte directement au ministre de l'économie, des finances et de la relance.

La deuxième caractéristique sur cette période est que nous avons clarifié la doctrine d'investissement bâtie dans les années 2000. Il s'agissait d'une première tentative vertueuse, mais elle avait plutôt tendance à expliquer le passé et le présent, plutôt que d'en faire une doctrine opérationnelle pour le futur. C'est la raison pour laquelle, en 2017, à l'occasion de l'élection du président de la République et de la nouvelle législature, nous avons proposé une simplification de la doctrine d'investissement. Dans cette simplification, clarification, nous avons exprimé trois idées simples.

- L'État actionnaire en France reste investi ou investit dans les sociétés relevant d'un cœur de souveraineté nationale, c'est-à-dire relevant de la défense nationale, et du monde du nucléaire civil et militaire, parce que le nucléaire civil en France fait partie de cette activité de souveraineté et a un lien avec le nucléaire militaire.
- La deuxième ligne directrice, est de rester investi dans des entreprises de services publics pour lesquelles on considère que la réglementation ne suffit pas à s'assurer que ces entreprises exerceraient ces missions de service public sans participation de l'État. Cela prouve que pour un bloc de service public, la présence de l'État est justifiée.
- Une troisième ligne directrice consiste à dire, malheureusement, qu'il faut bien que l'État intervienne de temps en temps pour secourir des entreprises dont la faillite ou la disparition aurait un impact systémique très préjudiciable. Je pense à un secteur en particulier, le secteur bancaire, dans lequel historiquement le sauvetage de Dexia était nécessaire, car il présentait après 2008 un risque systémique majeur. En dehors du secteur bancaire, le secteur particulier des services des collectivités locales était affecté. C'était le cas plus récemment avec PSA, une entreprise qui n'a jamais été nationalisée et qui s'est retrouvée en 2014 dans une situation extrêmement difficile. L'État est monté au capital aux côtés de la famille Peugeot et du constructeur chinois Dongfeng, parce que la disparition de PSA aurait été catastrophique pour la filière automobile française, pas seulement pour les actionnaires de PSA, mais aussi pour ses sous-traitants.

Nous avons clarifié cette doctrine autour de ces trois axes de clarification, et nous avons aussi clarifié notre rôle par rapport à BPI et la Caisse des Dépôts. BPI, depuis 2012, intervient avec une contribution toujours minoritaire tout en apportant de la *new money* aussi via des partenariats avec d'autres investisseurs et toujours avec une perspective de rotation du portefeuille, ce qui est quelque chose qui n'est pas dans la doctrine d'investissement de l'État. Cet élément de la doctrine d'investissement de l'État ne saurait rester car nous ne pouvons pas rester éternellement dans une entreprise sous la forme d'une participation si ce n'est pas nécessaire.

La clarification est aussi liée au fait que la mission de BPI a été de « booster » la participation dans le private equity, pour que la France soit stimulée dans le développement de technologies numériques, par exemple avec les licornes, pour être à terme totalement autonome par rapport à l'État. Il fallait également clarifier aussi le contour de la mission pour

l'aménagement du territoire sur les infrastructures, c'est-à-dire l'immobilier, tout ce qui tourne autour des infrastructures aussi de loisirs, de l'aménagement et du financement des collectivités locales.

Dans ce cadre, nos modes d'intervention se sont beaucoup tournés vers l'entreprise, et dans l'actionnariat, notre intervention s'est aussi beaucoup banalisée par rapport à celle des actionnaires lambda.

Cette banalisation de notre rôle a été faite au travers d'un texte de loi pris sous forme d'ordonnance en 2014 qui a modifié très sensiblement notre présence dans les conseils d'administration et nous avons très vite vu cette évolution. Cette banalisation, je voudrais l'illustrer : l'État est considéré au sein du conseil d'administration, représenté comme un administrateur personne morale assimilée, et nous désignons un représentant nommé par un acte ministériel, généralement moi-même par délégation. Donc un seul administrateur est un représentant permanent de l'État administrateur. Par ailleurs, il y a des administrateurs qui sont en mission dans les contingents de l'État depuis l'ordonnance de 2014. Ces administrateurs sont dorénavant nommés en assemblée générale.

Troisièmement, ces administrateurs ne sont plus des agents publics comme auparavant, désormais nous allons chercher systématiquement des managers, c'est-à-dire des gens qui ont des expériences de comités exécutifs qui apportent aux entreprises leur propre valeur ajoutée en tant que manager. Nous avons beaucoup, à cet égard aussi, professionnalisé nos modes de recrutements en ayant systématiquement recours à des chasseurs de tête pour les dirigeants publics et pour les administrateurs en assemblée générale. Nous avons mis en place ce mode de fonctionnement qui est devenu systématique, et nous avons beaucoup mûri dans la gouvernance, et ce dans quasiment tous les comités : risque, gouvernance, rémunération, stratégique, puis nous avons mûri aussi par le recrutement.

À l'APE, les agents sont dorénavant des cadres qui ont une expérience mixte, en entreprise et dans l'administration, et qui ont au moins 10 ans d'expérience. Par rapport à des fonds de private equity, nous avons dorénavant une population de plus en plus professionnalisée en ayant une expérience d'entreprise.

Enfin, un dernier point que je voudrais souligner et qui est très important sur cette normalisation/banalisation que je viens d'évoquer est la politique de dividendes. Historiquement, nous étions accusés de prélever de façon rapace les dividendes des entreprises au détriment de leur santé financière. Nous y avons beaucoup réfléchi, à juste titre d'ailleurs, à travers notre propre politique parce que en tant

qu'actionnaire, nous sommes évidemment demandeur d'un rendement élevé mais nous voulons nous assurer que les politiques de dividendes sont des politiques soutenables financièrement par l'entreprise et dans la durée. Par conséquent, là aussi, nous avons aligné notre propre position sur les dividendes avec des critères de benchmark sectoriel. Une entreprise donnée doit avoir la capacité de distribuer du cash, il ne faut donc pas s'embêter avec des choses basiques qui ont été là aussi normalisées depuis 2015.

Tout ceci pour dire que nous sommes dans le mode de gouvernance banalisé/normalisé.

Cet alignement est renforcé par un phénomène qui dépend des exigences en matière environnementale et d'éthique RSE, des actions de citoyens, des actionnaires et les entreprises dans lesquelles nous sommes présents et connus de tous avec la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes dans l'intérêt social des entreprises, ce qui fait que notre rôle dans la gouvernance est encore plus aisé aujourd'hui qu'il ne l'était dans le passé.

Je voudrais l'illustrer à travers deux événements qui se produisent et qui se sont produits en France : premièrement, le déploiement de la raison d'être pour les entreprises françaises et, deuxièmement, la mise en place du droit de vote double avec une vision peut-être un peu différente de ce qui a été exposé.

Sur l'instauration légale de la raison d'être mise en place à l'occasion de la loi Pacte, qui n'est pas obligatoire mais encadrée, finalement cette « raison d'être » résulte d'une évolution simple qui est que l'intérêt social des entreprises enrichit les modes d'intervention de l'intérêt des actionnaires et nous l'observons sous la pression des proxys des grands fonds d'investissements internationaux. Nous l'observons également à travers le mouvement sur le « *say on climate* ». Finalement, les représentants des actionnaires que sont les grands fonds d'investissements internationaux et proxys demandent à la gouvernance de prendre en compte certains éléments touchant les parties prenantes sur les aspects RSE/climat. Le « *say on climate* » est quelque chose de très intéressant. Pourquoi ce débat existe-t-il ? Parce que le « *say on climate* » a du monde autour de lui qui fait parler les proxys et les grands fonds internationaux.

Cela traduit *de facto* le fait que l'actionnaire va se préoccuper, dans l'appréciation de la performance de l'entreprise, par les comptes qu'il demande à la gouvernance dans le cadre du « *say on climate* », de l'entreprise sur cet aspect climat/RSE.

Le fait que l'entreprise a bien pris en compte les externalités positives et négatives en matière de politique environnementale, est un changement très

important. Cela veut dire que la performance de l'entreprise, en intégrant ces externalités, s'inscrit dans une vision qui est une vision de création de valeur sur le long terme, et passe par le fait que l'entreprise respecte un certain nombre d'obligations environnementales. Ça peut paraître banal simplement dit comme cela, mais tout ceci se passe au niveau de l'assemblée générale des actionnaires et non plus seulement dans la gouvernance, c'est-à-dire par le respect de l'intérêt social des entreprises dans ce cadre. Nous prenons donc en compte l'intérêt des parties prenantes et puis nous nous rapprochons de plus en plus des autres acteurs.

La loi Pacte cherche à traduire ceci à travers la raison d'être. Aujourd'hui, si je prends en considération les entreprises du portefeuille de l'APE sur les 40 entités éligibles, 22 ont adopté une raison d'être dans le portefeuille. Deux tiers d'entre elles l'ont inscrite dans leurs statuts.

En France, mon deuxième exemple concerne la loi Florange, qui est présentée comme une double tare. D'une part, ce seraient des dispositions très franchouillardes pour défendre les intérêts économiques français et d'autre part cela aurait été fait pour servir les intérêts de l'État actionnaire.

Je ne partage pas cette vision sur le fait que ce soit une disposition très française. Il n'y a pas de fondement à cette affirmation parce que lorsqu'on regarde le Corporate Governance Factbook de l'OCDE de cette année 2021, on constate que les droits de vote multiple sont pratiqués dans 44 % des pays qui sont étudiés dans cette étude de l'OCDE. Nous le trouvons justement aux États-Unis, en premier lieu chez les GAFA avec des droits de vote multiple exorbitants des fondateurs.

Dans l'Union européenne, je rappelle que le dispositif de *loyalty shares* a été adopté très récemment en Espagne, sous le contrôle de spécialistes, mais aussi en Belgique et en Italie. En fait, quand nous regardons ce qu'il se passe sur le marché avec la pression concurrentielle des grands marchés financiers, nous observons que, y compris en Asie, cela se pratique. Maintenant, cette question reste ouverte. Il n'y a pas de singularité française, me semble-t-il, de la loi Florange, mais il y a le fait qu'elle est inscrite de façon plus explicite.

Est-ce que cela profite aux entreprises publiques ? Dans cette excellente étude du deuxième panel, il est démontré que sur l'étude de la loi Florange, il y a 318 sociétés sur 342 sociétés cotées sur Euronext qui ont adopté des droits de vote double alors qu'un très grand nombre d'entre elles étaient déjà utilisatrices de droits de vote double avant. Cela montre à mon sens que la réforme de Florange n'a rien changé.

Ce constat existe au moment où l'on se pose la question, faut-il instaurer de nouveaux droits suite à la loi Florange ? Je pense en particulier à Safran, je pense en particulier à Engie depuis 2015 où nous avons perdu une position très importante, plus importante encore je pense chez Safran, qui fait que l'existence des droits de vote double nous a fait perdre la minorité de blocage et donc des positions qui de toute façon pouvaient apparaître comme des positions extrêmement importantes. Je ne crois pas non plus que la loi Florange, ait été créée pour avantager spécialement l'État. Dans certains cas, cela a sécurisé notre participation, ce qui nous a permis de mettre en œuvre la simplification de notre doctrine d'investissement.

Je voudrais conclure pour dire qu'évidemment le rôle de l'État est un rôle un peu ingrat mais je suis encore très content de continuer de travailler avec toute l'équipe des 55 personnes de l'APE. Nous sommes très contents de travailler avec ceux qui ont la passion du métier, même si nous sommes encore critiqués. Je pense que la normalisation de notre rôle est une réalité incontournable depuis quelques années et deuxièmement, en même temps, nous nous interrogeons sur notre propre domaine d'intervention future.

Pourquoi ? La crise du Covid, évoquée ce matin, je crois, a montré que l'Europe est très fragile en termes d'approvisionnements stratégiques, dans le domaine des produits médicaux d'approvisionnement de produits pour la réanimation et nous l'avons vu maintenant sur les produits stratégiques dans les filières de batteries, et sur la transition énergétique. La question de cette indépendance énergétique et stratégique se pose pour les pays européens, et le rôle d'une intervention des États pour pouvoir faire en sorte que l'Europe réussisse la transition écologique et la transition numérique et technologique, suppose que le cadre du montant des investissements qui sont mis en œuvre puisse être de l'épargne privé. Simplement, dans certains cas nous sommes obligés d'intervenir comme « déclencheurs » dans certaines filières, l'État actionnaire aura peut-être un rôle à jouer dans ce domaine.

Je précise que nous notre souhait est que l'État actionnaire intervienne en dernier ressort pour tout ce qui peut être utilisé dans tous les leviers d'investissement public.

Sophie VERMEILLE : L'APE indique dans son rapport, que vous avez une participation dans 11 entreprises cotées avec une capitalisation boursière de 70 milliards. Hubert, j'aimerais bien que vous expliquiez en tant que banquier d'affaires par définition : compte-tenu de la place de l'État actionnaire dans l'économie française, comment

d'une part vous percevez la place qu'il occupe - il est intéressant d'avoir le point de vue du privé - et aussi que dites-vous à vos clients lorsque, quelque part, les transactions peuvent être influencées par les actionnaires publics ? Il y a une certaine opération récente, Renault-PSA, où la fusion a été avortée. Il y a eu récemment Veolia, Suez et l'État à travers Engie et donc il est assez intéressant de savoir ce que pensent les acteurs du marché : comment apprivoiser l'État qui joue un rôle central dans ces opérations ?

Hubert PRESCHÉZ : Parfait, je vais essayer de répondre à toutes ces questions.

Je trouve qu'il y a eu une professionnalisation de l'APE et des praticiens du Trésor avec des professionnels de qualité et la doctrine de l'investisseur avisé. Je pense que nous avons la chance d'avoir à l'APE un service de qualité ; je pense que j'ai rarement vu une équipe travaillant pour le compte de l'État autant sensibilisée sur tous ces sujets afin de voir ce qui pourrait peut-être changer avant de parler des difficultés rencontrées, car nous avons la chance d'avoir un formidable outil qui est une personnalité visible et compétente, un interlocuteur naturel sur toutes les questions qui peuvent concerner l'État et surtout lorsque nous sommes en dialogue avec le ministre ou avec l'État. Nous voyons actuellement se dessiner un fil clair au sein de l'État sur les dossiers économiques. Il peut toujours y avoir des nuances selon les personnes politiques.

Le deuxième point sur lequel je voulais insister repose sur le fait que l'État présente un caractère polycéphale, régulateur, gardien des intérêts souverains dans des proportions différentes. Du côté du régulateur, je me trouve dans le domaine financier dans beaucoup d'opérations où l'on doit obtenir une autorisation explicite.

Je me souviens de ce jour sur le dossier des AGF, l'ancêtre de l'ACPR avait un traitement différencié pour l'offre de Generali et l'offre d'Allianz pour vérifier les ratios de solvabilité. Aujourd'hui ce serait complètement impensable de garder cette grille de lecture pour deux entreprises, si différentes soient elles. Je trouve que nous avons des autorités de régulation professionnellement de grande qualité, qui pour les acteurs étrangers sont assez rassurantes et nous permettent de dire à nos clients qu'il y aura un « *level playing field* ». Sur l'AMF, nous n'en avons pas parlé dans le panel de discussion à ce sujet avec Philippe Varin qui parlait de ses expériences en France. Je pense que nous avons une autorité de qualité qui sait ce qu'est le professionnel de marché. Aujourd'hui même si je pense qu'elle est de qualité, j'ai l'occasion de me rappeler du dossier Club Méditerranée, qui fut extrêmement long : je pense que sur le problème de la compétence on avait des instructions de 18 mois

sur un dossier. Elle œuvre pour que le marché soit efficace et le pouvoir politique est assez rapide pour prendre des décisions. Je comprends la position de l'État français de vouloir défendre un certain nombre de sujets de souveraineté, cela a toujours existé et cela est maintenant revendiquée par beaucoup plus d'États dans le domaine soit de la défense soit du nucléaire civil. Nous comprenons ces sujets de souveraineté mais sur l'extension de tout ce qui peut relever de la loi Florange, sur l'extension du domaine de juge de l'activité stratégique, sur l'agroalimentaire notamment avec l'exemple de Carrefour, je pense que cela est plus inquiétant.

Benoît de Juvigny parlait du fait qu'il n'était pas favorable aux offres hostiles, mais que cela permettait de faire pression pour assurer un style de bonne gouvernance pour tout le monde. L'extension très importante du domaine de la loi se fait au détriment de la visibilité du marché, la possibilité de sanction en cas de mauvaise gouvernance sont illustrées par deux exemples.

Je voudrais m'exprimer clairement sur le dossier Couche-Tard/Carrefour, j'en parle librement car je ne travaillais pas dessus. Nous avions une transaction extérieure assez surprenante d'une entreprise canadienne dans les stations-service mais aussi dans la distribution alimentaire de Couche-Tard. Ce n'est pas le cas ici, mais nous pouvons nous assurer que le pouvoir politique en a entendu parler plus tôt. On se doute que sur la réception de cette opération surprenante, les échanges sont politiques et franchement en tant que praticiens on ne perçoit pas du tout le sujet. Donc je pense peut-être que cela n'a pas donné la meilleure image de la lecture que l'on peut avoir sur un tel dossier.

J'aimerais apporter ma vision sur un autre dossier : un dossier n'incluant pas seulement la prise de contrôle d'Alstom par Bombardier, car la caisse des dépôts québécoise devait devenir actionnaire également. Je trouve que cela a été bien géré par l'appareil de l'État et d'un point de vue de la concurrence, cela s'est fait avec beaucoup de scissions qui avaient été demandées pour rentrer dans les clous des règles de concurrence. Sur ce point, je pense que ce dossier montre l'efficacité du système.

On a parlé de l'État régulateur, et de l'État gardien des intérêts souverains. Là-dessus, nous conservons quand même intérêt à garder le flou. Ensuite, je tiens à dire que le flou sert l'État, mais pas la place de Paris. Il y a deux garde-fous, notamment, la volonté de maintenir l'utilité de la place de Paris, je pense que grâce au lobbying de l'APE et à la sensibilité du Trésor sur ce sujet (promouvoir l'activité de Paris), cela montrera quand même une sensibilité politique plus forte pour attirer les investisseurs.

Cela me paraît d'autant plus important si l'on ne veut pas garder des sujets de communications qui peuvent ternir la place de Paris. Ce qui se joue en tant qu'actionnaires est que nous sommes amenés, moi et mes équipes, très souvent à entreprendre un dialogue (voire plus un monologue) avec l'APE, afin de présenter un dossier important, soit un dossier de l'opération de transfert auprès de l'APE afin de demander ce qu'on peut présenter, ce qui peut se faire ou ne pas se faire, et les équipes de Martin sont très peu causantes sur ce qu'on dit, donc on va parfois essayer d'interpréter avec la perception ou le froncement de nez pour tenter de décortiquer un message et surtout pour savoir si c'est quelque chose qui est dans le domaine du faisable ou vraiment problématique.

Dans les problématiques relatives au rôle de l'État actionnaire, nous observons notamment son rôle dans le support pour les grandes opérations. Un sujet qui n'est pas évident non plus se présente lorsque que souvent l'État actionnaire est avec deux acteurs dans le même secteur. On peut penser à PSA et Renault avec des arbitrages qui peuvent être faits avec des responsables différents qui s'occupent de ces lignes. J'ai échangé avec le commissaire au sujet du dossier Renault pour que l'opération ne se fasse finalement pas avec Fiat, je constate qu'elle a été créatrice de valeur pour Peugeot.

Je trouve que nous avons la chance d'avoir l'État présent. Il est exigeant pour aider les sociétés françaises en difficulté et l'État, avant de remettre au pot, demande souvent un certain nombre d'aménagements et souhaite être réconforté sur le caractère soutenable des opérations de recapitalisation et de gestion. Toutes ces opérations ont en plus le « scrutiny » au niveau européen, ce qui pousse l'APE à être d'autant plus vigilante. Je pense que le niveau d'expertise en restructuration et en découpage différent pris ensemble in bonis n'avait rien à envier à l'expertise d'un banquier d'affaires et son expertise chevronnée. Tout semble fonctionner très bien. Je pense que d'un point de vue boursier, l'État a développé une bonne qualité de dialogue et une bonne connaissance en ce qu'il prend ses décisions en connaissance de cause. Il est important que le rôle de l'État soit lisible. Nous constatons beaucoup de progrès dans la visibilité apportées sur les secteurs stratégiques alors que ce n'est pas là où l'on brille le plus.

De plus, sur un autre aspect, afin de parler des fonctions de l'État pour que le côté polycéphale de l'État ne soit pas tant un cerbère, il est très important que chacune de ses têtes soit assez indépendante.

Sur cette volonté politique de pouvoir rapprocher, je suis très impressionné de l'AMF, les commentaires politiques, les commentaires du ministre, et les décisions prises s'inscrivent aussi dans un souci de

l'image pour la place de Paris. Dans tous les pays où il y a du protectionnisme, je pense qu'il est important dans tous les moments où nous sommes en présence du protectionnisme, de prendre en compte le fait de vouloir s'assurer de la réciprocité, mais très honnêtement nous ne sommes pas plus exigeants que les États-Unis.

Sophie VERMEILLE : Je vais maintenant m'adresser à Pierre-Olivier Savoie en introduction. J'aimerais que tu me dises pourquoi je t'ai demandé de venir. Pierre Olivier n'est pas avocat en M&A, il fait de l'arbitrage et a participé à la rédaction d'un traité de libre-échange. Merci à Pierre-Olivier de nous donner ta vision de québécois du rôle de l'État actionnaire.

Pierre-Olivier SAVOIE : Merci beaucoup Sophie, merci beaucoup pour la présentation. Ma présentation va commencer en disant que ce n'est pas parce que on a le droit de faire quelque chose qu'il faut le faire et avec des variations sur le thème de l'épisode Couche-Tard/Carrefour. Quand j'ai vu ça dans les nouvelles, moi je trouvais que c'était inapproprié ; cela fut très très rapide, voire trop rapide comme réaction. En fait je suis avocat depuis 20 ans et en France depuis huit ans où j'interviens en cas de contentieux international où sont représentées des sociétés canadiennes, j'ai participé à la négociation de l'accord commercial global ECG pour l'acronyme français, communément connu sous le nom de CETA en anglais. Donc je fais partie de l'équipe canadienne qui a travaillé sur la conclusion de cet accord, en vigueur de manière provisoire en attendant plus.

Sur la question du rôle de l'État dans les opérations M&A, un des aspects importants est le rôle de l'État sur l'approbation des investissements étrangers pour tous les pays, aux États-Unis, où que ce soit, la loi sur l'investissement au Canada, le code monétaire et financier, ici sur la sécurité alimentaire.

Mais tout le monde voit le monde à sa façon. Le Royaume-Uni a récemment changé sa façon de contrôler les investissements dans le cadre de la nouvelle loi sur l'approbation des investissements étrangers. Pour ma part, j'ai aussi conseillé le gouvernement canadien, notamment sur l'application de la loi sur l'investissement au Canada sur la question de savoir quels sont les risques de poursuite avec un investissement en vertu de multiples traités de libre-échange, d'accords d'investissement. Je pense qu'il est intéressant de regarder l'historique de la loi sur l'investissement au Canada, qui en fait a été modifiée en raison de pressions des États-Unis. Dans les années 1990, l'investissement étranger de plus 4 millions de dollars canadien (pas grand-chose) était soumis à l'approbation du ministre de l'industrie et dans la négociation avec les États-Unis sous l'ALENA, l'accord a graduellement rehaussé le seuil d'approbation de 300 millions à 1 milliard.

Donc évidemment l'acquisition de parts de Bombardier par Alstom est assujettie à ce genre d'approbation par le ministre de l'industrie. Il y a eu beaucoup de discussions et pas de problème ultimement, mais l'autre aspect important de l'existence de cette loi est qu'au Canada il n'y a pas eu ce refus d'approbation depuis 25 ans depuis l'entrée en vigueur de l'ALENA.

On a eu des dossiers très débattus, des tergiversations où nous nous sommes demandé : le ministre va-t-il approuver ? Quel est le sens du signal et de son processus ? Peut-on considérer approprié le fait de se prononcer sur une opération dans les 24 heures ? Ma lecture du code monétaire et financier, est qu'il y a un processus de suivi et de tension et dans le contexte d'approbations. Le cas Alstom/Bombardier sert de signal donné. Lorsque j'évoque le premier point de ma présentation qui est de dire que « *ce n'est pas parce qu'on a le droit de faire quelque chose que c'est nécessairement une bonne idée* », je parle du rôle régalién dans le contexte de l'application de la loi par l'État. En se prononçant aussi vite, l'État envoie un signal.

Le deuxième point, Sophie m'a demandé de répondre à une question : est-ce qu'une agence équivalente à l'APE au Canada existe et comment l'État investit en tant qu'actionnaire ? Il y a beaucoup de sociétés de la Couronne avec des possessions par le système fédéral, et puis il y a des provinces où chaque gouvernement a sa façon de fonctionner. Ce qui généralement existe pour l'une de ces raisons, c'est que soit c'est parce qu'il y a effectivement une question régaliénne - par exemple la loi de la Couronne fédérale -, ou parce que c'est un domaine où le service est essentiel dans un très grand pays avec des questions de transport. Ces sujets sont pris en compte, que ce soit pour des sociétés de traversiers dans des endroits plus reculés ou que ce soit ce long service pancanadien société de la Couronne, comme par exemple Hydro Québec qui est le plus grand producteur d'électricité en Amérique du Nord. Ces questions sont traitées au-delà de la question de l'État actionnaire. Enfin sur la question : Y a-t-il une agence par laquelle les gouvernements investissent dans des sociétés privées ?

Cet aspect est essentiellement défini par la législation fédérale du gouvernement canadien établi par la loi et on a effectivement le fonds de pension fédéral qui gère des milliards de dollars canadiens et le Canada Pension Board, fonds de pension de 389 milliards de dollars canadiens, en juillet 2021, selon les derniers chiffres. Il y a une petite différence importante pour le Québec, mais il est intéressant de le comparer au rôle d'investisseur de l'APE. Nous observons qu'avec la législation canadienne, il est donc question de « faire de l'argent ».

Ce problème de compréhension dans cette différence de nature montre de façon directe que la loi québécoise qui s'applique s'inscrit essentiellement dans ce critère même de maximisation commerciale, mais en tenant compte des intérêts de Québec. En réalité, si vous voulez investir dans une entreprise qui veut faire du profit et en plus faire avancer les intérêts du Québec, il y a ce critère connexe ou important dont il faut tenir compte. Il s'agit justement d'être un opérateur purement commercial. Nous avons observé que dans la plupart des sociétés de la Couronne, l'État s'était retiré.

Mon troisième point vise à revenir sur la question du rôle de l'État ou sur la question de l'égalité des chances sur le terrain pour les investisseurs. Concrètement : qu'est-ce que vous faites quand dans un domaine l'État est non seulement un potentiel actionnaire minoritaire, mais aussi le régulateur ? Par exemple, en prenant l'APE qui détient 14 % dans Orange ou lorsque l'APE possède une participation minoritaire dans une société d'exploitation minière, que faire lorsque vous êtes un opérateur étranger dans un de ces domaines là et que vous observez que ces sociétés ont plus de facilité à obtenir des approbations de nouvelles concessions ? Il convient de s'interroger sous le prisme de l'égalité des chances sur le terrain, pourquoi est-ce qu'il serait potentiellement plus difficile pour vous d'intervenir si cette question-là était soulevée ce matin par la Chine, où le problème est incomparable car l'économie est essentiellement possédée par l'État ?

Ces éléments démontrent comment se présentent les choses qui doivent être faites pour s'assurer que ça fonctionne bien avec des garde-fous et donc de toute évidence et par le biais d'une société minoritaire, la tendance est à la vente, et vers un retrait de l'État, mais la question se pose quand même.

Martin VIAL : Avant que l'on vienne me donner la parole, je veux rappeler une chose, la question du sauvetage des entreprises. Quand les entreprises sont surendettées, afin de forcer la conversion des dettes en actions et quand il s'agit de remettre des fonds propres, il est préférable de venir une fois que le ménage a été fait et pas de remettre des fonds propres quand la dette n'a pas été restructurée parce que du coup ça a pour effet de prendre de la poche de la BPI pour le transférer aux créanciers et il est vrai que la réforme qui rentrait en vigueur au 1er octobre 2021 va faciliter je pense le travail de la BPI, cela va lui coûter moins cher. Je pense à certains dossiers dans l'industrie du papier et dernièrement à Vallourec.

Sophie VERMEILLE : Je me permets de vous raconter cette anecdote. Je conseillais un activiste qui me demandait s'il était envisageable de faire supporter les pertes par les créanciers avant que l'État vienne recapitaliser une entreprise. Je comprends qu'il s'agit

de ce qu'on appelle la garantie implicite. Il est difficile lorsque l'État est actionnaire principal de dire de façon caricaturale : « *je demande d'abord à ce que les créanciers prennent leurs pertes avant de remettre au pot parce que quelque part on peut dire qu'il y a une part de responsabilité* ».

Dans ma situation, j'étais en relation avec des investisseurs qui ne connaissaient pas bien le concept de l'État actionnaire et qui connaissaient encore moins bien le concept de garantie implicite et dans quelles conditions il devait remettre de l'argent. Nous avons compris, après la restructuration, que les investisseurs étrangers s'étaient dit que l'État allait nécessairement faire en sorte que la dette soit restructurée avant qu'il soit question de procéder à une recapitalisation. Cela a eu un effet sur la cotation de la dette de l'entreprise qui cotait préalablement avec une décote et qui tout à coup, après l'annonce faite par l'État, a vu son cours remonter jusqu'à 0,95 €. J'ai par la suite envoyé la fiche Bloomberg à l'Élysée, qui l'a bien pris.

Je ne suis pas en train de remettre en cause le principe, parce que je pense que c'est un sujet délicat. Pouvez-vous nous dire un mot là-dessus ? Le deuxième élément porte sur ce nous avons dit sur Veolia-Suez, je vais vous donner le point de vue de l'arbitrage. J'ai souvent des clients qui sont actionnaires minoritaires et récemment j'avais un client qui n'était quand même pas loin de 2 % dans Suez. En fait, l'arbitrage consiste notamment à intervenir sur la cible en prenant une position, parfois on arrive à identifier, en amont d'annonces de fusion, qui pourrait être absorbé ou non, donc c'est encore mieux si l'investisseur est placé avant l'annonce, parce que vous bénéficiez de la hausse du cours de façon massive, mais souvent ceux qui pratiquent l'arbitrage de fusion arrivent post-annonce, on voit bien qu'il y a une décote entre le montant de l'offre publique annoncée et le cours de bourse de la cible (le spread). La différence entre le prix offert par l'initiateur et le cours de l'action juste immédiatement après l'annonce qu'on identifie, c'est ce qu'on appelle le spread et l'arbitragiste se place à cet instant et offre de la liquidité aux actionnaires.

C'est donc comme ça que les actionnaires historiques peuvent sortir tout de suite et cela remplit une vraie fonction. Cet aspect contribue à la réalisation des opérations d'acquisition. Par définition, ils ont intérêt à ce que l'opération se fasse parce que vous imaginez - je n'ai plus les chiffres en tête mais disons 21 € - si jamais l'opération ne se fait pas, le cours de bourse de la société cible s'effondre, parce qu'il y a justement plus de risque d'exécution, et vous prenez une grosse perte.

En tant qu'actionnaire minoritaire, lorsque vous êtes Français, que vous travaillez aux États-Unis dans un fonds d'investissement et que vos patrons sont

américains, vous respirez très fortement compte tenu du risque encouru. Sous cette approche de « parties prenantes » de notre capitalisme français, le fait de prendre en compte d'autres critères a forcément des répercussions dans la manière dont se joue l'opération. L'écart entre les intérêts de l'État, Engie, Suez, Veolia, représente un risque important.

Cela augmente le risque d'exécution sur le sort de l'opération. Il y avait beaucoup d'allers-retours à faire, des affaires à régler avec le conseil d'administration, mais à un moment donné, les patrons de fonds ne comprenaient plus rien et m'ont finalement laissé la main. Tel est le sens de ma présentation du point de vue d'un investisseur étranger.

Martin VIAL : Peut-être que je vais dire quelques mots sur la notion de garantie implicite. Effectivement je l'exprime, de façon très implicite (rires), parce que vous savez que les garanties données par l'État sont données par le Parlement, dans des cas extrêmement exceptionnels et vous évoquiez le dossier Areva. Dans ce dossier, l'État était un actionnaire de contrôle donc il avait une responsabilité objective et a refusé très clairement de donner une garantie, dans les participations publiques, on ne le fait pas. Et dans les participations publiques cela a des conséquences avec les dettes des entreprises publiques du portefeuille qui sont les entreprises contrôlées par l'État. À partir du moment où effectivement dans une opération aussi considérable que celle de AREVA on a une restructuration de dette, il est évident que restructurer la dette avait pour conséquence, sous contrôle, d'envoyer un signal.

Hubert PRESCHEZ : On peut aussi regarder ce que font les agences de rating. Elles font une distinction selon si l'entreprise est proche ou non du cœur de l'État. Je pense que sur EDF il doit y avoir trois nudges et donc si jamais l'État avait décidé, après tout, pour l'illustrer de manière caricaturale, de se dire : « *ces obligataires qui sont rentrés de manière décotée sur Areva, je me dis je vais les faire payer, nous allons donc faire un « haircut » sur la dette* », aussitôt sur l'ensemble de la dette de EDF, on aurait eu ces trois nudges qui auraient disparu. Pour les 'bonds' de la société (obligations) qui sont déjà en circulation, c'est bien, mais pour le prochain bond qu'a fait EDF ce n'est pas la même chose, il se serait fait sur la base de conditions extrêmement différentes. Nous parlions tout à l'heure de la SNCF, si l'on prend l'ensemble de ces sociétés qui vont bénéficier de cette ombrelle de l'État, qui va décider ? Si l'on prend l'ensemble de ces sociétés, s'il y avait la garantie implicite, ce seraient des sociétés qui bénéficieraient de beaucoup d'argent.

Martin VIAL : Hubert a répondu pour moi mais cela me paraît très bien. Deuxièmement sur Veolia-Suez on peut parler longuement mais quand même il faut

mentionner la raison pour laquelle l'État actionnaire dans Engie a pris une position négative contre cette opération et avait deux principales raisons. La première, c'est que cela nous avait été présenté au départ comme une opération amicale au moment où la décision a été présentée au conseil d'administration de Engie le 5 octobre 2020.

L'offre était toujours amicale à ce moment-là. Je ne me prononce pas sur la position prise par le conseil d'administration de Suez sur laquelle nous n'avions pas de prise. En tout cas le constat factuel, est que ce n'était pas une offre amicale. Les offres hostiles présentent bien des inconvénients. L'une des questions qui se posent du fait de cette offre qui a été de facto une offre hostile, pas seulement non sollicitée, est de savoir quelle va être la force du nouveau Suez, dans le paysage concurrentiel français. La deuxième question est de savoir ce qui est dit par le partenaire, donc cela constitue une raison importante et un conseil d'administration a vocation à savoir si le partenaire a une crédibilité ou non.

La deuxième question portait effectivement sur le projet industriel et social. Nous avons une divergence sur ce point et c'est la question de l'intérêt social de l'entreprise et des parties prenantes qui était en jeu, parce que ce n'était pas une participation lambda. On ne peut pas considérer que la cession de Suez était une opération purement financière. La préoccupation qu'on avait par rapport aux salariés de Suez et par rapport au périmètre de cette entité était une préoccupation qui nous paraissait légitime pour un actionnaire de long terme et pour la crédibilité de Engie.

J'observe par ailleurs que sur cette opération, le conseil des ministres et le CA de Engie ont pris en compte l'intérêt des parties prenantes de façon spectaculaire en voyant les exigences des engagements pris par les compétiteurs.

Avant l'offre finale sur Equans le critère n'était plus seulement financier. Certains avaient une très longue grandeur d'avance sur le prix, mais chacun sait qu'il faut aligner des considérations très importantes sur le plan social. J'observe d'ailleurs aussi, je réponds à Hubert, que l'État et moi-même, quelques jours avant l'opération et publiquement, nous nous étions prononcés de façon très neutre sur le fait qu'il pouvait y avoir une prise de contrôle par le fonds américain et que cela faisait partie de la règle du jeu de trois candidatures qui subsistaient à la fin du processus. Je comprends que ça fasse faire des cheveux blancs. La vertu que vous décrivez sous l'angle de la liquidité du marché est certainement intéressante, mais ce sont des gens qui interviennent au moment de la transaction, mais nous ne sommes pas face à un comportement actionnarial. Si le sens de mon propos n'est pas péjoratif, je constate qu'il y a plusieurs types

d'actionnaires à distinguer dans ce cas.

J'ai quelques petites remarques sur ce qui a été dit à propos de Renault afin d'éviter toute ambiguïté car il n'y a jamais eu de conflit d'intérêts sur la position prise par l'APE sur Renault - FCA, pour une raison très simple : c'est que, à ce moment-là, FCA avait donné une exclusivité à Renault et cessait de discuter avec PSA et je ne reviens pas sur les raisons pour lesquelles nous nous sommes prononcés contre l'opération Renault. Il nous paraissait quand même clair, précisément parce que nous sommes des actionnaires de long terme, que la rupture du partenariat avec Nissan, qui avait été créé 20 ans plus tôt, était inéluctable dans cette hypothèse. C'est la raison majeure de la position prise au moment où ce sujet avait été discuté dans la gouvernance du groupe. Ceci pour dire que ce mode d'actionnariat vertueux fait consensus.

Nous recherchons l'actionnariat privé dans tous les cas et nous essayons de tenir une cohérence dans laquelle je crois d'autant plus qu'en tant qu'actionnaires avisés de long terme, l'intérêt social de l'entreprise, est une première occupation sur le long terme. La crédibilité d'une entreprise à un moment donné, parce que financièrement elle est très importante, peut conduire peut-être à sa mise en cause dans des transactions ultérieures, à l'absence de cohérence dans le temps dont on sait notre préoccupation.

Sophie VERMEILLE : Je suis désolée de vous interrompre parce que nous n'avons pas vraiment dépassé le temps imparti, mais je voudrais quand même laisser la possibilité de poser une ou deux questions.

Adnene GARGOURI : Bonjour à tous, merci beaucoup pour votre intervention, j'ai une question au Commissaire par rapport à l'attitude de l'État actionnaire envers les activistes. Est-ce que vous seriez réceptifs à une campagne activiste, ou vous avez plutôt une doctrine de refus catégorique de principe à l'égard des activistes ? Merci.

Martin VIAL : Cela dépend si les intentions sont pures dans le jeu. Hubert dira qu'on reçoit les excellents banquiers et qu'on ne leur dit rien alors qu'ils ont tellement d'imagination, de créativité, de talent, et qu'il faudrait écouter les activistes.

Si le but des activistes c'est d'augmenter la valeur de l'entreprise en essayant d'améliorer encore la gouvernance et d'être plus exigeant sur la transaction et le deal, alors il y a alignement. Après si le but, c'est de rentrer dans la gouvernance, de prendre 1 % du capital et de fédérer d'autres actionnaires pour couper l'entreprise en morceaux, effectivement nous sommes en désaccord et donc ça dépend. Dans certains cas, lorsqu'on est dans cette deuxième hypothèse simplement oui, sinon non.

Sophie VERMEILLE : J'aurais un dernier mot à ajouter qui concerne un point important sur la taille du marché aux États-Unis et le fait que pour une société de la tech, on a un marché énorme avec des centaines de millions de consommateurs alors que le marché européen reste fragmenté. La deuxième chose, c'est que les Américains ont des marchés financiers beaucoup plus profonds que les marchés européens, qui ont la capacité de pouvoir financer les entreprises qui ne font pas un euro de profits. On dit parfois beaucoup de mal sur les marchés financiers mais il faut se rappeler le nombre d'années que la société Amazon a passées en bourse avant de gagner le moindre dollar. ■