



DROIT ET CROISSANCE  
FAIRE DU DROIT UN VECTEUR DE CROISSANCE

## POUR UNE VÉRITABLE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE EN FRANCE

### RÉFLEXIONS SUR L'ACTIVISME ACTIONNARIAL

25 septembre 2019

Eva Fourel  
Ahmed Guenaoui  
Paul Oudin  
Sophie Vermeille<sup>1</sup>

#### RÉSUMÉ

À la suite de l'introduction de la loi PACTE<sup>2</sup>, Droit & Croissance invite les législateurs français et européen à dépasser les querelles idéologiques sur le rôle de l'entreprise et à s'inspirer des travaux académiques les plus récents afin, d'une part, d'améliorer la gouvernance des entreprises et, d'autre part, d'achever la construction de l'Union des Marchés de Capitaux.

L'avènement d'une véritable Union des Marchés de Capitaux est, de l'avis général, indispensable afin d'assurer le financement d'avenir des entreprises européennes, confrontées à la concurrence sévère des entreprises américaines et chinoises. Parachever cette Union suppose notamment que les États Membres protègent davantage les investisseurs à travers les règles sur la gouvernance d'entreprise. Pourtant, tant au niveau européen qu'au niveau français, les pouvoirs publics ont récemment pris des mesures qui vont à l'encontre de cet objectif en affaiblissant les droits des actionnaires les plus proactifs, sous prétexte qu'ils n'auraient qu'une vision court-termiste à offrir aux sociétés dans lesquelles ils acquièrent des participations.

Les droits français et européen souffrent, en la matière, de leur manque d'ancrage dans la recherche académique. Plutôt que de faire des fonds d'investissement activistes les boucs émissaires des difficultés auxquelles sont confrontés les marchés financiers, la présente

---

<sup>1</sup> Les auteurs remercient Thomas Bourveau, Edouard Cluet et Vasile Rotaru pour leur relecture attentive et leurs suggestions d'amélioration.

<sup>2</sup> Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

étude mobilise un cadre conceptuel destiné à guider la formulation de propositions méritant d'alimenter le débat public sur le sujet de la gouvernance des entreprises en France, mais aussi en Europe. Il ne s'agit en aucun cas de prétendre que ce cadre trouve à s'appliquer en toutes circonstances, ni à décrire en tous lieux toutes les situations possibles rencontrées par les dirigeants mandataires sociaux et leurs actionnaires dans la vie courante d'une société. L'objectif est, au contraire, de pacifier les termes du débat sur la place des activistes en France à travers quelques propositions d'ordre général qui, faute d'être acceptées de plain pied, méritent à tout le moins d'être débattues.

En droit des sociétés, les modèles de relation actionnariat-dirigeants les plus récents, fondés sur les principes issus du modèle dit d'agence, intègrent deux types de coûts supportés dans le cadre de cette relation :

- les coûts d'agence, consentis par le mandant pour la gestion de son bien par un mandataire, soit, dans le cas d'une société commerciale, le coût du contrôle, par les associés, de leurs mandataires sociaux (surveillance, risque de conflit d'intérêts, etc.) ; et

- les coûts de mandant, coûts d'opportunité supportés lorsque l'exercice du contrôle par les actionnaires n'est pas la solution optimale (problèmes de coordination, manque de compétence, problème d'horizon d'investissement, etc.).

Chacun de ces deux types peut lui-même prendre deux formes : les coûts de conflit, générés par les comportements déloyaux vis-à-vis de la société et les coûts de compétence, consécutifs aux erreurs de jugement.

Tirant conséquence de cette analyse, les propositions de Droit & Croissance s'articulent autour de deux thèmes :

**Proposition n°1 : réduire les coûts d'agence, et en particulier :**

1) pour les **coûts de conflit**, (i) contraindre les dirigeants d'entreprise à davantage rendre des comptes lorsqu'ils risquent de faire passer leur intérêt personnel ou un intérêt divergent devant ceux de la société et de la communauté des actionnaires via l'introduction de devoirs de loyauté, (ii) garantir la représentativité des conseils d'administration, (iii) donner des droits supplémentaires aux actionnaires minoritaires dans les sociétés dotées d'un actionnaire de contrôle (par exemple le droit de désigner seuls des administrateurs indépendants et de nommer les commissaires aux comptes) et (iv) s'assurer effectivement que les investisseurs puissent exercer leurs droits devant les tribunaux, notamment via l'introduction d'une *class action* à la française ;

2) en ce qui concerne les **coûts de compétence**, encourager l'AMF à revoir ses standards de transparence afin de faciliter le travail des intermédiaires de l'information, tels que les analystes financiers, dont le rôle est essentiel dans l'évaluation des choix stratégiques des dirigeants. Cela suppose que l'AMF s'empare du sujet de la protection des analystes financiers exposés à un risque, avéré ou redouté, de représailles de la part des émetteurs dont ils font l'analyse.

## **Proposition n°2 : réduire les coûts de mandat, et en particulier :**

1) en ce qui concerne les **coûts de conflit en général**, revoir les dispositions concernant les abus de majorité en introduisant un authentique devoir de loyauté à la charge des actionnaires de contrôle ; revoir également les règles relatives au régime des conventions réglementées ;

2) pour les **coûts de conflit des actionnaires minoritaires** et les **coûts de compétence des mandants**, mettre en œuvre une (i) gouvernance d'entreprise adaptée permettant d'engager un dialogue régulier avec les investisseurs, via par exemple la nomination systématique d'un administrateur référent permettant d'échanger plus étroitement avec eux ainsi qu'une (ii) communication financière de qualité.

Par ces mesures, l'enjeu est de dépasser une logique de confrontation nuisible aux bénéfiques de l'activisme pour entrer, en ses lieu et place, dans une logique de collaboration. Une amélioration de la gouvernance d'entreprise **facilitera la collaboration entre émetteurs et actionnaires actifs et engagés** à une époque où les entreprises, petites et grandes, n'ont jamais eu autant besoin de pouvoir compter sur un écosystème de parties prenantes solide, dans un monde de plus en plus concurrentiel.

## **INTRODUCTION**

Deux cents dirigeants américains ont récemment signé, à travers l'association américaine Business Roundtable, un accord appelant à s'écarter du prétendu « principe de maximisation de la valeur actionnariale » et à redéfinir le rôle des entreprises en faveur d'un plus grand nombre de parties prenantes<sup>3</sup>, sans jamais en préciser exactement l'identité. Dans une note rendue publique, le cabinet américain Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, fervent promoteur de cette approche, décrivait quant à lui cet engagement comme le meilleur moyen de répondre à la révolte des perdants du capitalisme qui conduirait, si elle était ignorée, d'abord au populisme, puis au « corporatisme d'État<sup>4</sup> ».

Cette prise de position n'a pas fait l'unanimité aux États-Unis, en particulier dans le monde académique. Pour le professeur Zingales de l'Université de Chicago, l'appel des dirigeants américains à redéfinir le rôle de l'entreprise n'était pas dénué d'arrière pensées. Dilution manifeste de leur responsabilité, un devoir des dirigeants de rendre des comptes à une communauté large de parties prenantes ne les tiendrait, *in fine*, à n'en devoir à personne.

Suivant le raisonnement du professeur Zingales, rien n'interdit aux entreprises américaines, en l'état actuel des choses, de « délivrer de la valeur aux consommateurs »,

---

<sup>3</sup> D. Benoit, *Move Over, Shareholders: Top CEOs Say Companies Have Obligations to Society*, The Wall Street Journal, 19 août 2019

<sup>4</sup> M. Lipton, S. A. Rosenblum, K. L. Cain, Sabastian V. Niles, A. S. Blackett et K. C. Iannone, *It's Time To Adopt The New Paradigm*, 11 févr. 2019, <http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/WLRKMemos/WLRK/WLRK.26357.19.pdf>

« investir dans leurs salariés », « négociateur de manière juste et éthique avec leurs fournisseurs » ou encore « supporter les communautés dans lesquelles nous vivons<sup>5</sup> » : qui donc pourrait raisonnablement contester ces objectifs ? L'intérêt à long terme des actionnaires n'étant pas distinct de l'intérêt de l'entreprise commune, il convient avant tout d'éviter que les dirigeants-mandataires sociaux se défassent de leurs responsabilités sans le contre-pouvoir nécessaire et légitime des actionnaires, au prix d'importants coûts d'agence pour l'entreprise.

D'autres auteurs soutiennent, quant à eux, que le poids des investisseurs dans la détermination de la conduite des affaires de leur société est source de coûts de mandant indésirables (coûts de compétence, de justification, etc.), donc néfaste pour le développement des entreprises.

En France, les débats qui ont précédé l'entrée en vigueur de la loi PACTE, dans laquelle l'idée d'intérêt social élargi – notion proche de ce qu'a récemment proposé la Business Roundtable – a été consacrée, n'ont malheureusement pas été très nourris<sup>6</sup>. Droit & Croissance regrette en particulier l'absence totale de références académiques dans les travaux préparatoires à la loi, à l'exception d'une mention désuète de la doctrine de l'entreprise défendue par l'école de Rennes dans les années quatre-vingt<sup>7</sup>.

Indéniablement, la montée en puissance de l'actionnariat institutionnel, traduite par une concurrence accrue entre gérants d'actifs, a conduit à accroître la propension de certains investisseurs institutionnels à réduire leur horizon d'investissement. Pour autant, le lien entre cette réduction et, par exemple, la baisse de l'investissement des entreprises n'a jamais été clairement établi par la recherche scientifique<sup>8</sup>. Il a été, en revanche, démontré que la transformation du système capitaliste en un système économique « sans capital », du fait de l'évolution vers une économie de plus en plus immatérielle<sup>9</sup>, était, plus que le court-termisme, un facteur global de réduction des investissements des entreprises.

Ainsi, il semble que les défis auxquels sont exposés nos modèles économiques nécessitent d'autres réponses qu'une loi qui, en énonçant que l'intérêt social doit être défini en tenant compte d'autres parties prenantes que les actionnaires, se contente tout au plus de rappeler l'évidence. La faible qualité des travaux préparatoires et des études d'impact sur ce sujet – le rapport Sénard-Notat, commandé par le Ministère de l'Économie et des Finances, s'étant à ce titre distingué par son extraordinaire indigence<sup>10</sup> – sans compter le silence

---

<sup>5</sup> L. Zingales, *Don't trust CEOs who say they don't care about shareholder value anymore*, The Washington Post, 20 août 2019

<sup>6</sup> A l'exception notable d'un rapport du *think tank* Generation Libre, « *Ne laissons pas les juges moraliser l'entreprise* », disponible à l'adresse suivante : <https://www.generationlibre.eu/wp-content/uploads/2018/06/2018-06-Objet-social-generationlibre-2.pdf>

<sup>7</sup> Assemblée nationale, Rapport n°1237, 15 déc. 2018, <http://www.assemblee-nationale.fr/15/rapports/r1237-tll.asp> ; J. Paillusseau, *Les fondements du droit moderne des sociétés*, JCP 1984. I. 3148

<sup>8</sup> M. Roe, *Don't Blame Stock Markets for Peril of Short-Termism*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 15 juin 2018

<sup>9</sup> J. Haskel et S. Westlake, *Capitalism without Capital. The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, Editions Hardcover, 2017

<sup>10</sup> J.-D. Sénard et N. Notat, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, 2018.

assourdissant de la recherche académique française, en particulier juridique<sup>11</sup>, sur ce terrain, encouragent les initiatives hasardeuses de la part du législateur.

La présente étude a pour objet d'évaluer les conditions dans lesquelles les intérêts des différentes parties prenantes de l'entreprise méritent d'être prises en compte et, en particulier, de déterminer à quelles conditions l'activisme actionnarial peut être bénéfique. Pour bien cerner l'état de la gouvernance d'entreprise ainsi que les places respectives occupées par les dirigeants-mandataires sociaux et les actionnaires en France, il est essentiel de rappeler comment a progressivement émergé l'économie de marché française telle que nous la connaissons aujourd'hui (I). La manière dont cette évolution a dessiné le paysage économique de notre pays contraste nettement avec l'essor, qui lui est contemporain, d'un engagement actionnarial nouveau, dont l'activisme des fonds d'investissement n'est qu'un symptôme, et que les pouvoirs publics français n'ont pas encore pris à sa juste mesure (II). C'est ce contraste qui amène aujourd'hui Droit & Croissance à formuler une série de propositions en faveur d'un meilleur équilibre entre les droits et devoirs respectifs des dirigeants et actionnaires (III).

## I. ANALYSE DE LA SITUATION EN FRANCE

La Seconde Guerre mondiale et les Trente Glorieuses ont été, pour la France, l'ère de l'économie de marché post-dirigiste. L'État s'est consacré à la création de champions nationaux, les « fleurons » de l'industrie française, au moyen notamment d'une série de nationalisations. Les dirigeants déchus après les années de collaboration du régime de Vichy ont laissé place à une nouvelle génération issue de la haute fonction publique<sup>12</sup>.

Si elle perd sa justification lors de la vague des privatisations de la fin des années quatre-vingt<sup>13</sup>, la présence de ces dirigeants issus du secteur public demeure, aujourd'hui encore, très prégnante au sein du CAC 40, tout comme au sein des établissements bancaires<sup>14</sup>. Une étude a ainsi mis en évidence que les anciens haut fonctionnaires ont le contrôle de 60% des actifs de sociétés cotées en France.

Il s'agit là d'une singularité du capitalisme français par rapport à ce que l'on observe dans les autres États membres de l'Union. Or, l'influence de la haute fonction publique dans la gouvernance des sociétés du CAC 40 semble représenter, du fait de son homogénéité culturelle, un obstacle à la diversité, à l'innovation et à l'esprit d'initiative. Elle peut même

---

<sup>11</sup> À titre de comparaison, on soulignera l'existence, en sciences de gestion, de substantiels travaux relatifs à l'objet social, antérieurs aux débats sur la loi PACTE, diligentés notamment par des chercheurs de l'École des Mines. Pour une position en faveur d'un rôle élargi de l'entreprise, v. notamment B. Segrestin et K. Levilain, *La mission de l'entreprise responsable. Principes et normes de gestion*, Paris, Presses des Mines, 2018 ; Pour une position opposée, v. M. Albouy, *Autorité de gestion et avaries communes : une note de lecture*, Finance Contrôle Stratégie, 2011, vol. 14, no. 4, pp. 7-19

<sup>12</sup> R. Elgie, E. Grossman, A. Mazur, et V. Schmidt, *Varieties of Capitalism: a distinctly French model?*, The Oxford Handbook of French Politics, Oxford University Press, 2016

<sup>13</sup> M. Maclean, C. Harvey, et J. Press, *Business Elites and Corporate Governance in France and the UK*, Basingstoke, 2006

<sup>14</sup> J. Delépine et M. Chevallier, *Enquête sur l'aristocratie du CAC 40*, Alternatives Economiques n°379, 2018

avoir un coût pour l'entreprise, en particulier, comme cela a été démontré, lorsque ses dirigeants sont amenés à faire passer leurs connexions politiques devant leur mandat social<sup>15</sup>.

Dans ces circonstances, les relations personnelles occupent en outre une place trop centrale pour que les marchés financiers, dominés par l'impersonnalité, jouent efficacement leur rôle d'allocation des fonds au profit des meilleurs projets. Ainsi, et comme pratiquement partout ailleurs en Europe, où le financement des entreprises repose essentiellement sur les établissements bancaires, la formation d'une classe dirigeante, aux commandes à la fois des entreprises et des établissements de crédit, favorise le tissage d'alliances faisant obstacle au développement de l'Union des Marchés de Capitaux<sup>16</sup> et, en particulier, des marchés obligataires<sup>17</sup>. L'Europe doit se donner pour défi d'inverser cette tendance.

Comme la place des agents de l'État à la tête des sociétés françaises, la structure actionnariale des grandes entreprises françaises, le plus souvent dotées d'un actionnaire de contrôle, s'explique en partie par des raisons historiques. Les mouvements de privatisations des années 1980 ont en effet débouché sur ce que certains auteurs ont pu qualifier de « structures de gouvernance bloquées<sup>18</sup> » résultant du développement des participations croisées entre sociétés nouvellement privatisées. Enfin, l'ingénierie financière des banquiers de la place de Paris, qui ont su mettre au point d'habiles structures pyramidales et commandites, a favorisé l'émergence d'actionnaires de contrôle omnipotents qui, lorsqu'ils ne se confondent pas avec eux, imposent leur volonté aux dirigeants qu'ils désignent, au détriment des actionnaires minoritaires<sup>19</sup> et de la transparence des marchés en général<sup>20</sup>. Certaines de ces structures familiales ont émergé avec l'appui assumé de l'Etat, comme dans le cas d'un leader français du luxe<sup>21</sup>.

Les faibles prérogatives des actionnaires minoritaires dans ces sociétés contrastent avec le rôle prépondérant que le droit des sociétés français accorde traditionnellement au dirigeant-mandataire social, tenant à sa disposition une palette d'outils lui permettant de neutraliser tout contre-pouvoir au sein de l'entreprise. En témoigne par exemple la vigueur avec laquelle le système moniste du président-directeur général continue d'exister au sein des sociétés anonymes. En dépit des préoccupations que ce système suscite en termes de

---

<sup>15</sup> M. Bertrand, F. Kramarz, A. Schoar et D. Thesmar, *The Cost of Political Connections*, *Review of Finance*, 2018, pp. 849–876

<sup>16</sup> P. M. Thomsen, *On Capital Market Finance in Europe*, Fonds Monétaire International, 14 juin 2019

<sup>17</sup> Les marchés obligataires permettent ainsi de limiter le risque de transformation inhérent au crédit bancaire, tout en favorisant une meilleure transparence à travers le mécanisme de marché de « découverte du prix » en diminuant le coût de financement et en diversifiant l'offre de crédit

<sup>18</sup> P. Harbula, *The Ownership structure, Governance, and Performance of French Companies*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2017, 19, 88-101

<sup>19</sup> J. C. Coffee, *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*, *Columbia Law and Economics Working Paper n°182*, déc. 2000

<sup>20</sup> Ce qui, comme expliqué plus bas, appelle en outre un renforcement des audits internes et externes dont ces sociétés font l'objet. V. en particulier S. E. Ghoul, O. Guedhami et J. Pittman, *External versus Internal Monitoring: The Importance of Multiple Large Shareholders and Families to Auditor Choice in Western European Firms*, SSRN, 28 mai 2018

<sup>21</sup> Ainsi, Bernard Arnault a commencé sa fortune en obtenant l'accord de l'Etat français pour acquérir la société Christian Dior en difficulté. V. H. Agnew, *'I always liked being number one' The world's third-richest man on luxury, LVMH's succession — and taking a point off Federer*, *Financial Times*, 21 juin 2019

gouvernance, la loi NRE de 2001<sup>22</sup> s'est limitée à le remettre partiellement en cause plutôt que l'interdire<sup>23</sup>. Ce type d'évolution, plus symbolique que réelle, est symptomatique d'un droit français qui peine à se départir de la prépondérance systématique du dirigeant au sein de l'entreprise<sup>24</sup>.

En vis-à-vis de ce rôle central du dirigeant-mandataire social dans les sociétés françaises, et comme expliqué plus bas, nos marchés de capitaux et l'environnement culturel et réglementaire français incitent les actionnaires significatifs à extraire de substantiels avantages personnels du contrôle qu'ils exercent, au détriment des actionnaires minoritaires et/ou d'autres parties prenantes.

Dans un environnement globalisé, le développement du modèle économique français doit intervenir de manière à favoriser le développement des marchés financiers et, surtout, la construction de l'Union des Marchés de Capitaux, seule à même de permettre à l'Europe de tirer son épingle du jeu face à la domination américaine et chinoise. Les évolutions récentes du droit français comme du droit européen ne vont pourtant pas dans ce sens. Cette situation est d'autant plus regrettable à l'heure où le gouvernement présente une réforme des retraites qui, en mettant en place un système à points, verra son succès conditionné par la qualité de nos marchés financiers, où les fonds de pension financeront les retraites de leurs affiliés.

## II. L'ESSOR DE L'ACTIVISME

Les acteurs du « capitalisme à la française » se sentent aujourd'hui menacés par l'émancipation progressive des actionnaires, rendue possible par la concentration du capital dans un nombre de plus en plus faible de mains d'investisseurs institutionnels, parmi lesquels les fonds activistes. L'influence de ces activistes n'a fait que croître ces dernières années, dans le sillage de l'essor d'une gestion d'actifs qui, elle, se révèle de plus en plus passive. Or, c'est dans le monde anglo-saxon, et en particulier aux États-Unis, que se retrouvent à la fois le berceau de l'activisme<sup>25</sup> et la majorité des fonds d'investissement spécialisés dans ce type de pratique.

---

<sup>22</sup> Art. 106 de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques

<sup>23</sup> Art. L. 225-51-1 C. com.

<sup>24</sup> S'il peut exister des circonstances exceptionnelles imposant la réunion temporaire des fonctions de président et de directeur général, il convient de limiter cette réunion dans la durée et de l'encadrer strictement par le contre-pouvoir d'un administrateur désigné à cette fin. De nombreux codes de gouvernances provenant de différents pays de l'OCDE déploient une série d'outils visant à garantir l'exercice effectif de ces contre-pouvoirs, par exemple en supprimant la faculté du président-directeur général de déterminer l'ordre du jour des séances de conseil d'administration.

<sup>25</sup> Déjà en 1926, Benjamin Graham, fondateur de la pratique d'« investissement fondé sur la valeur » et mentor de Warren Buffet, se faisait remarquer par ses questions en assemblée générale aux dirigeants de la société Northern Pipeline, surpris par la présence d'un actionnaire à l'assemblée générale (!) et qui, froissés par cette impudente intervention, firent reprogrammer l'assemblée dans une ville lointaine et moins accessible. Ces premières interventions « activistes » au sens moderne, relatées par le livre de Jeff Gramm, ont fait de lui l'un des pères fondateurs du courant : J. Gramm, *Dear Chairman: Boardroom Battles and the Rise of Shareholder Activism*, HarperBusiness, 23 févr. 2016.

Cette activité s'est développée tout au long du XX<sup>ème</sup> siècle pour finalement emprunter, entre autres formes, celle du fonds d'investissement activiste régulièrement visé par la presse. Contrairement aux gestionnaires d'actifs traditionnels, ces fonds n'hésitent pas à entrer directement en contact avec les dirigeants d'entreprises. L'évolution de l'actionnariat des sociétés dans son ensemble a également contribué à porter leur écho, avec en particulier l'alignement ponctuel, par les investisseurs institutionnels passifs, de leur stratégie sur celle des fonds activistes<sup>26</sup>.

Si l'essor de l'engagement actionnarial est, à juste titre, souhaité dans son ensemble par les pouvoirs publics, soucieux d'attirer toujours plus de capitaux et de contrer les effets pervers de la gestion passive, les pouvoirs publics ont le tort de s'employer à distinguer entre « bons » actionnaires de long terme et « mauvais » actionnaires de court terme, au premier rang desquels sont réputés figurer les fonds d'investissement. Dernièrement, la directive « Droit des actionnaires » dite « SRD 2 », dont le but explicite est « de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires<sup>27</sup> », a ainsi cru à tort pouvoir encourager l'engagement actionnarial et, dans son sillage, l'Union des Marchés de Capitaux en affaiblissant les droits des fonds d'investissement<sup>28</sup>, notamment en augmentant leurs contraintes en matière de déclarations de franchissement de seuils. La recherche a pourtant montré que beaucoup d'investisseurs institutionnels sont non proactifs, mais simplement réactifs, et qu'en dépit du rôle essentiel joué par ces derniers<sup>29</sup>, il est difficile de concevoir l'engagement actionnarial sans la participation des fonds d'investissement.

Or, le renforcement des contraintes portées par les règles applicables aux franchissements de seuils diminue les incitations de ces fonds à adopter une démarche activiste. La publication de leurs positions entraîne en effet le mimétisme immédiat des investisseurs passifs, qui entendent s'approprier une part des profits générés à terme par les activistes et, ce faisant, provoquent une hausse du cours des actions, limitant sensiblement le bénéfice tiré, par les fonds activistes, de leur propre stratégie<sup>30</sup>.

De manière générale, les effets à long terme des campagnes activistes menées par les fonds d'investissement sur les entreprises cibles font l'objet d'intenses débats. Le premier sujet de discord porte sur leur horizon d'investissement. En réalité, il existe une grande variété de fonds pouvant être considérés comme « activistes », de même que des investisseurs *a priori* passifs peuvent parfois adopter des stratégies se rapprochant de celles mises en œuvre par les fonds les plus actifs. De l'un à l'autre, les stratégies et horizons d'investissement peuvent changer du tout au tout<sup>31</sup>. Il convient donc d'emprunter une

---

<sup>26</sup> R. J. Gilson et J. N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, Columbia Law Review, 2013

<sup>27</sup> Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires

<sup>28</sup> A. Paces, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, European Corporate Governance Institute (ECGI). Law Working Paper n°353/2017, 5 juil. 2017

<sup>29</sup> I. Appel, T. A. Gormley et D. B. Keim, *Passive Investors, Not Passive Owners*, Financial Economics (JFE), forthcoming, 6 févr. 2016

<sup>30</sup> *Ibid.*

<sup>31</sup> M. Nussenbaum, *L'impact de l'action des fonds activistes sur la valeur actionnariale*, La Semaine Juridique n°36, 6 sept. 2018



démarche qui soit la plus scientifique possible pour déterminer avec précision l'étendue des bienfaits comme des écueils portés par l'activisme actionnarial<sup>32</sup>.

### **A. — Bénéfices et écueils de l'activisme actionnarial**

À l'évidence, l'activisme actionnarial ne saurait s'épanouir de manière débridée : en l'absence de règles adaptées, les actionnaires minoritaires pourraient être tentés d'adopter des pratiques de marché déloyales, guidées par leur seul intérêt personnel et nuisant à l'intérêt de la société et des autres actionnaires.

En premier lieu, il existe un risque de faible sophistication des actionnaires, voire de faible pertinence de l'information à leur disposition, susceptibles d'engendrer des coûts de compétence. Sur ce terrain, cependant, l'entreprise est en principe en mesure de mettre en place d'efficaces palliatifs, tels qu'une communication adaptée, une démarche pédagogique à l'égard des actionnaires les moins sophistiqués et la recherche d'investisseurs au faîte de son industrie et de ses activités.

Ensuite, il convient de se demander si les motivations parfois court-termistes de certains investisseurs, souvent dénoncées, ne seraient pas susceptibles de détruire de la valeur à long terme. Bien que le court-termisme puisse être dans l'intérêt de certains, il faut en effet rappeler que les actionnaires d'une même société forment souvent un ensemble très diversifié. Il importe donc de les empêcher de servir leurs intérêts propres au détriment de l'intérêt social. Cela suppose que soit établi un équilibre entre pouvoirs des dirigeants, des salariés et des autres acteurs de l'entreprise.

Ceci étant dit, il convient de reconnaître l'effet bénéfique, démontré par de nombreux travaux de recherche<sup>33</sup>, que l'activisme peut produire sur des marchés où les mauvaises pratiques, aussi bien du côté des dirigeants que de celui des actionnaires de contrôle, se sont accumulées. Les activistes ont ainsi montré leur singulière efficacité dans la remise en cause de la construction d'empires flattant plus l'ego des dirigeants que les performances du groupe<sup>34</sup>.

La stratégie des fonds activistes consiste en outre rarement à bouleverser fondamentalement le cœur de métier de la société investie, mais bien plutôt à en infléchir la gestion lorsqu'il leur apparaît que des inefficiences en termes de gouvernance ou de stratégie peuvent être corrigées par leur action. Il convient de garder à l'esprit que les fonds activistes

---

<sup>32</sup> T. Frossard et C. Jakymiw, *L'activisme actionnarial — Surpasser les craintes françaises pour en faire une force !*, avr. 2018

<sup>33</sup> Voir notamment sur l'effet de contagion d'une campagne activiste sur les concurrents de la société ciblée : N. Gantchev, O. Gredil et P. Jotikasthira, *Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism*, *Review of Finance*, forthcoming 2018 ; C. Zhu, *The Preventive Effect of Hedge Fund Activism*, 2013 ; H. Aslan et P. Kumar, *The product market effects of hedge fund activism*, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 119(1), 2016, pp. 226-248.

<sup>34</sup> N. Gantchev, M. Sevilir et A. Shivdasani, *Activism and Empire Building*, *Journal of Financial Economics (JFE)*, forthcoming ; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper n°575/2018, 28 août 2019

se contentent presque systématiquement de participations minoritaires dans les sociétés dont ils acquièrent les actions. Leur véritable impact sur ces dernières consiste donc nécessairement, *in fine*, à convaincre d'autres actionnaires de ce que des problèmes de gestion méritent d'être corrigés. Il suffit, pour s'en convaincre, de constater que la stratégie des fonds activistes a presque systématiquement consisté, par le passé, à émettre des critiques (souvent publiques) à l'encontre de la gestion de la société, voire à coordonner le vote des actionnaires<sup>35</sup>.

Or, il est évident que cette démarche ne peut rencontrer le succès qu'à condition de faire la preuve qu'agir dans le sens des préconisations formulées permet de maximiser la valeur de la société dans l'intérêt de tous. La nature-même de la stratégie des fonds activistes conduit donc à balayer l'idée préconçue selon laquelle ces fonds chercheraient systématiquement à tirer profit des sociétés de manière court-termiste et dans un sens contraire à l'intérêt des autres actionnaires<sup>36</sup>.

L'action des fonds activistes, généralement porteuse de nombreux effets bénéfiques pour la gouvernance des sociétés dans lesquelles ils s'engagent, a du reste été largement documentée<sup>37</sup>. Il suffit de constater le nombre de sociétés qui ont dû supporter des années de mauvaise gestion avant que l'arrivée de ce type de fonds ne provoque l'éviction de dirigeants qui n'ont pas su faire leurs preuves, voire qui ont pu se montrer malhonnêtes, et que leur gouvernance s'améliore<sup>38</sup>. De la même manière, les fonds activistes ont pu contribuer à améliorer la gouvernance de nombreuses entreprises en entraînant la nomination de nouveaux administrateurs indépendants, voire à promouvoir les intérêts de l'ensemble des actionnaires en provoquant une renégociation à la hausse du prix d'offres publiques visant leur société<sup>39</sup>.

Enfin, l'émancipation progressive des actionnaires identifiée ces dernières années et l'émergence de démarches constructives des fonds activistes sont les signes de ce que ce nouveau phénomène s'inscrit dans la durée. Le nombre de campagnes et d'actifs sous gestion en constante augmentation, tout comme la multiplication par deux du capital déployé en Europe pour cette classe d'investissement entre 2013 et 2017<sup>40</sup>, en sont d'éloquentes illustrations.

## **B. — L'activisme actionnarial en France**

De nombreuses sociétés cotées françaises, parmi lesquelles de grandes entreprises comme Safran, ont, sur la période récente, assisté à l'arrivée de fonds activistes à leur

---

<sup>35</sup> M. Lipton, *Dealing with Activist Hedge Funds and Other Activist Investors*, Harvard Law Review, 2019

<sup>36</sup> A. M. Paccès, *Shareholder activism in the CMU*, 2017

<sup>37</sup> Y compris en Europe : M. Albouy, C. Decante, A. Mauro et P. Studer, *L'impact des Hedge Funds activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes*, Finance Contrôle Stratégie, 2017, vol. 20, n°1

<sup>38</sup> L. A. Bebchuk et A. Hamdani, *Independent directors and controlling shareholders*, 2017

<sup>39</sup> M. Kahan et E. B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, UPenn Law Review, 2007

<sup>40</sup> K. Romanteau, *The Golden Age of Activism Investing*, 2019

capital<sup>41</sup>. Tandis que l'ancienneté des plus grandes entreprises de notre pays conduit souvent à ce qu'elles soient présentées, à tort ou à raison, comme des joyaux de notre industrie, le fait que les fonds activistes qui ont dernièrement pris des participations dans leur capital soient pour l'essentiel étrangers a laissé s'installer l'idée selon laquelle ces prises de participations sont constitutives d'attaques spéculatives représentant un danger pour la France. Ce mythe, incarné autrefois par « l'amendement Danone », est aujourd'hui encore si prégnant que même le Ministre de l'Économie actuel, M. Bruno Le Maire, eut l'occasion de s'en faire l'écho par de regrettables et inquiétantes approximations relatives à l'impact des fonds activistes sur l'économie française<sup>42</sup>.

Il existe pourtant d'ores et déjà, en France et en Europe, un arsenal particulièrement fourni de dispositifs anti-abus destinés à contrecarrer les effets potentiellement néfastes de l'activisme actionnarial<sup>43</sup>. La réglementation sanctionnant les abus de marché, de même que les règles applicables à l'action de concert, viennent ainsi opportunément préserver l'intégrité des marchés financiers face à des activistes qui, en leur absence, pourraient être tentés d'agir dans un sens contraire à l'intérêt des sociétés investies et du marché dans son ensemble.

Plus encore, la crainte de ce que certains fonds activistes puissent perturber la bonne marche de l'économie a conduit, en particulier depuis la crise de 2008, à la multiplication de réglementations spécifiques s'adressant directement aux activités de ces fonds, sans qu'ait jamais été faite la démonstration de leurs bénéfices.

Outre les récentes dispositions de la loi PACTE évoquées plus haut, la loi Florange a ainsi produit des effets opposés à l'objectif recherché en faisant craindre aux minoritaires, y compris long-termistes, que les majoritaires soient en position de dominer sans partage les assemblées générales grâce au doublement de leurs droits de vote<sup>44</sup>, une crainte qui a donné lieu à de nombreux désengagements des sociétés du SBF 250. Une étude dédiée eut ainsi l'occasion de mettre en évidence le retrait, consécutif à l'adoption de la loi, des fonds institutionnels étrangers de long terme du capital des entreprises françaises, avec pour conséquence une augmentation de leur coût de capital<sup>45</sup>.

Dans ce contexte, il est clair que les évolutions législatives et jurisprudentielles futures gagneraient à aller dans le sens d'une rationalité accrue, qui tienne compte des effets concrets du droit positif sur notre économie, plutôt que suivre les passions et dogmes qui ont pu être à leur origine ces dernières années. Il convient à ce propos de saluer la position personnelle récemment exprimée par le président de l'Autorité des Marchés Financiers, Monsieur Robert Ophèle, qui rappelait à cette occasion les bénéfices pouvant être tirés de l'activisme

---

<sup>41</sup> A. Dupeyron et P. Kubisa, *Quel est l'impact des attaques des fonds activistes sur la communication financière des sociétés cotées françaises ?*, Pwc

<sup>42</sup> T. Leigh, *La France prépare sa riposte aux fonds activistes*, dit Le Maire, Reuters, 5 avr. 2019

<sup>43</sup> O. de Vilmorin et A. Berdou, *Activisme actionnarial : vade-mecum de la société-cible*, Bulletin Joly Bourse, BJB mars 2016, n° 113e3, p. 114.

<sup>44</sup> P. H. Edelman, W. Jiang et R. S. Thomas, *Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure?*, ECGI Law Working Paper n°384/2018

<sup>45</sup> V. T. Bourveau, F. Bochet et A. Garel, *The Effect of Tenure-Based Voting Rights on Stock Market Attractiveness: Evidence From the Florange Act*, working paper ; v. également L. Boisseau, *Loi Florange : les droits de vote double découragent les grands fonds étrangers*, Les Echos, 11 févr. 2019.

actionnarial ainsi que la nécessité de soumettre les fonds activistes à la réglementation applicable aux actions de concert et abus de marché<sup>46</sup>.

### III. PROPOSITIONS

La question de l'activisme actionnarial est suffisamment complexe pour qu'il soit nécessaire de bien comprendre, avant toute intervention, la nature des différents coûts que le législateur doit se fixer pour objectif de réduire. Nous reprenons à cet effet la matrice récemment développée par les professeurs Goshen (Université de Columbia) et Squire (Université de Fordham)<sup>47</sup> en faisant la synthèse :

#### C. *Synthesis: The Control-Cost Matrix*

TABLE 1

	<b>Competence Costs</b>	<b>Conflict Costs</b>
<b>Principal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Lack of expertise</li> <li>- Inadequate information</li> <li>- Lack of intelligence</li> <li>- Poor emotional control</li> <li>- Duplicative efforts</li> <li>- Coordination problems</li> <li>- Cognitive myopia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Collective-action problems</li> <li>- Reneging on promises</li> <li>- Rational apathy</li> <li>- Rational reticence</li> <li>- Holdouts</li> <li>- Empty voting</li> <li>- Different horizons</li> </ul>
<b>Agent</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Lack of expertise</li> <li>- Inadequate information</li> <li>- Lack of intelligence</li> <li>- Poor emotional control</li> <li>- Overconfidence bias</li> <li>- Optimism bias</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Shirking (reduced effort)</li> <li>- Diverting (self-dealing)</li> <li>- Option backdating</li> <li>- Entrenchment</li> <li>- Merging for size</li> <li>- Merging for diversification</li> <li>- Excessive or inefficient pay</li> </ul>

Les propositions ci-dessous, inspirées notamment des travaux de Simone Sepe<sup>48</sup>, mettent en œuvre une analyse économique du droit tenant compte de la nécessité d'atteindre un certain équilibre des incitations des différentes parties prenantes.

<sup>46</sup> R. Ophèle, *Contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse*, AMF, 11 juil. 2019

<sup>47</sup> Z. Goshen et R. Squire, *Principal Costs: a New Theory for Corporate Law and Governance*, Columbia Law Review, 2017

<sup>48</sup> Simone Sepe est docteur en droit, en économie et en analyse économique du droit. Il est professeur de droit et de finance à l'Université d'Arizona (États-Unis) et à l'Université Toulouse 1.

## **I. Réduction des coûts d'agence**

### **A) Réduction des coûts de conflit**

Compte tenu des conditions dans lesquelles est né le capitalisme à la française, il n'est pas surprenant que la question de savoir si les dirigeants rendent suffisamment de comptes aux investisseurs a été souvent écartée des débats. L'intérêt, pour l'entreprise, de telles redditions de comptes est pourtant évident, dans la mesure où elles permettent, conformément au célèbre théorème de Modigliani-Miller<sup>49</sup>, de réduire le coût du capital par une diminution des coûts d'agence.

La France subit aujourd'hui la même trajectoire que l'Allemagne, où la responsabilité des dirigeants, et plus encore celle des membres du conseil d'administration, censés offrir un contre-pouvoir à la toute-puissance des dirigeants, est bien plus théorique que réelle.

#### **1) Responsabiliser les dirigeants**

Le régime français de responsabilité des dirigeants est obsolète. Le nombre trop faible de contentieux en responsabilité a, d'une part, empêché son évolution jurisprudentielle et, d'autre part, l'absence de condamnations majeures, donc de scandales politiques l'incitant à agir, a conduit le législateur à fermer les yeux sur les carences du droit français à cet égard. Il convient pourtant non seulement de mieux responsabiliser les dirigeants, mais aussi de garantir l'indépendance et la représentativité des conseils d'administration, sans lesquelles la surveillance du management ne peut être exercée de manière efficace. Enfin, les actionnaires doivent être mis en mesure d'agir directement lorsque le conseil d'administration ne protège pas suffisamment leurs intérêts.

S'il n'est évidemment pas question de donner au juge le pouvoir de remettre en cause la stratégie mise en œuvre par les dirigeants dans la gestion de la société, il convient à tout le moins de s'assurer que ces derniers ne soient pas tentés de faire passer leurs intérêts personnels devant ceux des actionnaires et de la société qu'ils dirigent. Pour atteindre cet objectif, la jurisprudence mériterait de reconnaître l'existence d'un devoir de loyauté général des dirigeants vis-à-vis des actionnaires, qui permette d'aller au-delà des abus manifestes auxquels la faute de gestion est aujourd'hui cantonnée<sup>50</sup> ; sans parler du champ plus étroit encore de la faute détachable, seule à même de donner lieu à l'engagement de la responsabilité personnelle du dirigeant<sup>51</sup>. Cette évolution donnerait également un sens véritable au rôle joué par le conseil d'administration.

---

<sup>49</sup> F. Modigliani et M. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, 1958, p. 261–297 ; V. également : A. M. Paccès, *Shareholder Activism in the CMU*, 2017

<sup>50</sup> V. par exemple au sujet de la déclaration tardive de la cessation des paiements : Cass. com., 27 sept. 2016, n°14-13926 et 14-50034

<sup>51</sup> Cass. com., 20 mai 2003, n°99-17092

## 2) Garantir l'indépendance et la représentativité du conseil d'administration

Pour que le conseil d'administration soit véritablement représentatif de la collectivité des actionnaires, il convient de garantir que la nomination de ses membres ne dépende pas uniquement des actionnaires de contrôle. Dans le cas contraire, le risque est qu'il agisse systématiquement dans l'intérêt exclusif de ses électeurs, sans considération pour des minoritaires dont la voix n'a pour lui aucune conséquence directe.

Le seul moyen de s'en assurer est de garantir que la nomination d'un nombre minimum d'administrateurs indépendants dépende au moins partiellement de la volonté des minoritaires. Ce système, qui a déjà fait ses preuves dans plusieurs pays, peut être mis en œuvre via divers mécanismes : élection d'un ou plusieurs administrateurs par les seuls minoritaires, droit de veto à leur profit, choix de la méthode de nomination par la société elle-même sous certaines conditions, etc.<sup>52</sup>

## 3) Garantir que les commissaires aux comptes rendent des comptes aux actionnaires

Il convient de permettre aux investisseurs d'exiger des commissaires aux comptes, autrement que par un simple vote en assemblée générale, qu'ils rendent des comptes sur leur mandat, en particulier lorsque le renouvellement de leurs fonctions est envisagé. Si les commissaires aux comptes font l'objet d'un régime garantissant leur indépendance statutaire, et malgré les avancées majeures introduite en 2016 par la réforme européenne de l'audit<sup>53</sup>, le risque d'influence du management dans la procédure de désignation des commissaires aux comptes reste en effet majeur. Cette question fait actuellement l'objet d'intenses discussions au Royaume-Uni<sup>54</sup> comme aux Etats-Unis<sup>55</sup>, initiées à la suite d'un certain nombre de scandales. Ici aussi, il existe une multitude de méthodes possibles permettant d'assurer cette influence des investisseurs, notamment, comme le propose le professeur Coffee<sup>56</sup>, en permettant aux actionnaires minoritaires de contribuer à la désignation des auditeurs dans certaines situations. Quelle que soit la solution retenue, il est important qu'un débat ait lieu en France sur ces questions essentielles.

---

<sup>52</sup> L. A. Bebchuk et A. Hamdani, *Independent directors and controlling shareholders*, 2017

<sup>53</sup> Notamment en matière de rotation des commissaires aux comptes au sein des entités d'intérêt public : ord. n°2016-315 du 17 mars 2016 relative au commissariat aux comptes

<sup>54</sup> Suite à la déconfiture de la société Pâtisserie Valérie, le Financial Reporting Council britannique a ainsi initié une revue des pratiques comptables des auditeurs, et notamment des Big Four. Une réforme est en cours. V. notamment J. Jolly, *Decline in quality: auditors face scrutiny over string of scandals*, The Guardian, 1<sup>er</sup> févr. 2019.

<sup>55</sup> V. par exemple, parmi de nombreuses autres illustrations, les récents scandales relatifs à General Electric et PwC : J. Coffee, *Why Do Auditors Fail? What Might Work? What Won't?*, Columbia Law and Economics, working paper n°597, 11 janv. 2019 ; European Corporate Governance Institute (ECGI), law working paper n°436/2019

<sup>56</sup> J. Coffee, *Why Do Auditors Fail? What Might Work? What Won't?*, Columbia Law and Economics, working paper n°597, 11 janv. 2019 ; European Corporate Governance Institute (ECGI), law working paper n°436/2019

#### 4) Permettre aux actionnaires de défendre leurs intérêts devant les tribunaux

Outre le conseil d'administration, supposé défendre l'intérêt des actionnaires dans leur collectivité, ce sont ces derniers qui doivent pouvoir directement agir lorsque leurs représentants n'exercent pas leur rôle correctement. S'il n'est évidemment pas question que la direction de la société puisse être dérangée au quotidien par des actions en justice fallacieuses, il est tout aussi nécessaire d'instaurer un minimum de garde-fous permettant aux actionnaires d'exercer directement leurs prérogatives de contrôle devant les tribunaux.

Or, le régime français de la faute de gestion désincite fortement les actionnaires à aller au contentieux, à un double égard. D'une part, il impose à l'actionnaire souhaitant agir pour le compte de la société d'avancer le coût de la procédure (et qu'il risque de garder à sa charge *in fine*) tout en lui refusant le bénéfice du succès de son action, réservé à la société<sup>57</sup>. D'autre part, il définit le préjudice individuel de l'actionnaire, seul à même de lui permettre d'exercer une action en son nom propre, de manière bien trop restreinte pour que son action soit recevable dans la plupart des cas<sup>58</sup>. Le droit français mériterait, à cet égard, de s'inspirer du savant équilibre entre liberté de gestion et loyauté incarné par la « règle de l'appréciation commerciale » (*business judgment rule*) mise en œuvre par l'État du Delaware aux États-Unis<sup>59</sup>.

Au-delà des droits qui leur sont reconnus sur le terrain substantiel, les actionnaires doivent également pouvoir plus facilement s'organiser dans le cadre contentieux — le cas échéant *via* la création d'une véritable action de groupe, seule à même de régler les problèmes de passager clandestin et de coordination des actionnaires — pour qu'il leur soit vraiment possible d'engager la responsabilité des dirigeants. Droit & Croissance évoquera ce sujet à l'avenir.

Il est enfin nécessaire, pour que le conseil d'administration et les actionnaires puissent jouer leur rôle, que la plus grande transparence soit de rigueur dans la gestion de la société. Les manquements intentionnels aux règles de transparence doivent être sévèrement sanctionnés sur le terrain pénal. Droit & Croissance fera plusieurs propositions en ce sens dans une note ultérieure.

#### B) Réduction des coûts de compétence

Il est nécessaire que l'AMF repense son rôle et prenne conscience des enjeux associés aux coûts informationnels. En particulier, pour que les fonds activistes soient mis en mesure de contribuer à l'élaboration d'une stratégie créatrice de valeur, il faut que les informations fournies par les sociétés soient suffisamment précises et fiables pour que les possibilités d'opacité volontaire soient limitées (complexité des montages, publication des comptes des holdings de sociétés cotées...).

---

<sup>57</sup> Art. L. 225-252 C. com.

<sup>58</sup> V. par ex. Cass. com., 19 avril 2005, n°02-10.256

<sup>59</sup> Gouvernement du Delaware, *The Delaware Way: Deference to the Business Judgment of Directors Who Act Loyally and Carefully*, <https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/>

Parce que l'AMF a pour mission d'être au service de l'efficacité des marchés, elle doit s'assurer avec la plus grande fermeté que les « intermédiaires de l'information », qui accélèrent le retour des prix à la valeur du sous-jacent et au premier rang desquels l'on trouve les analystes financiers, puissent exercer leur mission dans de bonnes conditions. Une plus grande rigueur de l'AMF dans la mise en œuvre des règles de transparence des entreprises, en particulier sur les sujets facteurs de conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs tels que la présentation des résultats, permet, par contrecoup, de faciliter le travail des analystes financiers, donc un travail d'audit externe des sociétés plus performant. Dans le même ordre d'idées, il est nécessaire que les analystes soient protégés par l'AMF de telle sorte qu'ils soient en mesure d'effectuer leur travail de manière indépendante, faute de bénéficier d'une protection légale comparable à celle des commissaires aux comptes.

Donner la possibilité aux analystes d'étoffer leurs rapports en disposant d'informations supplémentaires va également dans le sens de conseils d'administration plus à même de contrôler effectivement l'action des dirigeants, les administrateurs pouvant s'appuyer sur ces rapports dans l'exercice de leur contrôle<sup>60</sup>.

## **II. Réduction des coûts de mandant**

### **A) Réduction des coûts de conflit des actionnaires de contrôle**

Il est évident que les actionnaires minoritaires sont susceptibles de commettre des abus, comme l'a récemment rappelé l'affaire SCOR dans laquelle un administrateur et actionnaire minoritaire de la société aurait détourné des informations confidentielles pour son profit personnel<sup>61</sup>. C'est cependant avant tout l'action des actionnaires majoritaires, plus à même d'abuser de leur position dans leur seul intérêt que leurs homologues minoritaires, qu'il convient de réglementer. De ce point de vue, les règles de droit français sont insuffisamment protectrices.

#### **1) Reconnaître un devoir de loyauté des actionnaires majoritaires vis à vis de l'entreprise et de tous les actionnaires**

Il suffit de constater combien la jurisprudence sur les abus de majorité, principal bouclier des minoritaires contre l'action des majoritaires, définit l'abus strictement pour réaliser que les actionnaires majoritaires sont en mesure d'agir en toute impunité dans de nombreuses circonstances. L'abus n'est en effet caractérisé qu'en présence d'une décision d'assemblée générale adoptée contrairement à l'intérêt social et dans l'unique but de favoriser les majoritaires au détriment des minoritaires<sup>62</sup>. Or, les actionnaires majoritaires sont susceptibles de nuire à l'intérêt des minoritaires dans bien d'autres circonstances que leur réunion en assemblée générale<sup>63</sup>.

---

<sup>60</sup> Z. Goshen et G. Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke Law Journal, févr. 2006

<sup>61</sup> L. Thévenin, G. Maujean et F. Vidal, *SCOR-Covéa : l'interview choc de Denis Kessler*, Les Echos, 11 févr. 2019

<sup>62</sup> Cass. com., 18 avril 1861

<sup>63</sup> V. par exemple le « devoir fiduciaire » spécifique imposé aux actionnaires majoritaires en droit allemand : A. Cahn, *The Shareholders' Fiduciary Duty in German Company Law*, Kluwer Law International, 2017; Nordic & European Company Law Working Paper n°18-13



En particulier, et comme évoqué plus haut, les pouvoirs dont ils disposent les mettent en mesure d'influencer directement les décisions prises par le conseil d'administration, voire directement ou indirectement celles du directeur général de la société. Les dirigeants sont par exemple susceptibles d'être encouragés par les majoritaires à prendre des décisions ou réaliser des transactions avec des sociétés tierces dans lesquelles les majoritaires ont un intérêt personnel, même en contradiction frontale avec l'intérêt social et celui des minoritaires.

Il convient donc de reconnaître, en droit français, l'existence d'un devoir de loyauté général des actionnaires majoritaires à l'égard des minoritaires et, plus généralement, à l'égard de l'entreprise. La reconnaissance d'un tel droit permettrait aux actionnaires minoritaires d'agir directement contre les majoritaires pour obtenir réparation. D'autres juridictions mettent ainsi à la charge des actionnaires majoritaires l'obligation de rendre public tout fait susceptible d'avoir des conséquences significatives pour les minoritaires<sup>64</sup>.

## 2) Améliorer le régime des conventions réglementées

Parce qu'une conception étendue de l'abus de majorité permettrait de limiter les transactions initiées par les actionnaires majoritaires dans leur seul intérêt, il convient également de s'interroger quant à l'efficacité du régime français des conventions réglementées. Ce type de transaction peut naturellement porter préjudice aux sociétés et à leurs actionnaires, dans la mesure où le cocontractant de la société, par exemple une société du même groupe dans le cadre d'une convention intragroupe, est en mesure d'en capter indûment une partie de la valeur. C'est pourquoi il est important de mettre en place des garde-fous protégeant les intérêts tant de la société que de ses actionnaires. Or, il faut reconnaître qu'en la matière, le régime français ne brille pas par son efficacité<sup>65</sup>.

Les nouvelles dispositions de la directive européenne n°2017/828 relative aux droits des actionnaires (dite « SRD 2 ») introduisent un encadrement des transactions réalisées par la société avec les « parties liées », expression retenue au niveau européen pour désigner les conventions réglementées au sens du droit des sociétés français. Or, si la loi PACTE a transposé une partie des dispositions de la directive, elle est demeurée silencieuse sur le régime de publicité et de contrôle, par les actionnaires, des transactions liant la société à des parties liées, et ne permet notamment pas aux minoritaires d'évaluer leur caractère équitable<sup>66</sup>. Il est donc indispensable que les pouvoirs publics se saisissent rapidement de cette question dans le cadre de la transposition complète de la directive européenne.

---

<sup>64</sup> V. Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A.2d 278 (Del. 1977)

<sup>65</sup> G. Helleringer, *Related Party Transactions in France - A Critical Assessment*, law working paper n°474/2019, SSRN, août 2019

<sup>66</sup> Aux termes du considérant 44 de la directive, « la publication de telles transactions [...] est nécessaire pour permettre aux actionnaires, aux créanciers, aux salariés et aux autres parties intéressées de connaître les effets potentiels que de telles transactions peuvent avoir sur la valeur de la société. Une identification précise de la partie liée est nécessaire afin de mieux évaluer les risques qu'implique la transaction et de permettre de la contester, notamment par une action en justice ».

L'Autorité des Marchés Financiers avait déjà eu, en 2012, l'occasion de formuler un certain nombre de remarques particulièrement bienvenues au sujet des conventions réglementées et qui n'ont malheureusement pas été suivies. Ainsi, les décisions d'approbation des conventions réglementées par le conseil d'administration mériteraient d'être motivées. De la même manière, les conventions conclues entre dirigeant d'une société mère et filiale devraient, dans certains cas, être soumises à l'approbation du conseil d'administration de la société mère, compte tenu des enjeux de la convention pour l'ensemble du groupe. Outre ces points essentiels, de nombreux autres aspects du régime, pour lesquels l'on renverra au rapport de l'Autorité des Marchés Financiers, mériteraient d'être modifiés<sup>67</sup>.

#### B) Réduction des coûts de conflit des actionnaires minoritaires et des coûts de compétence des mandants en général

Il arrive naturellement que les injonctions des actionnaires activistes minoritaires n'aillent pas dans le sens de l'intérêt de la société et que, de ce point de vue, leur influence soit coûteuse. Dans la mesure, cependant, où les minoritaires ne disposent en tout état de cause que de pouvoirs limités, il apparaît inopportun de mettre en œuvre des dispositifs légaux contraignant directement leur action. Il est, en revanche, nécessaire d'encadrer cette action en favorisant (i) une gouvernance d'entreprise permettant d'engager un dialogue régulier avec les investisseurs et (ii) une communication financière systématique permettant à la société de démentir, le cas échéant, le message public du minoritaire activiste qui en critiquerait la gestion.

Sur le premier point, il paraît utile que les conseils d'administrations désignent systématiquement un administrateur référent afin de faciliter le dialogue avec les investisseurs.

Sur le second point, il est nécessaire, pour favoriser la collaboration entre société et activistes, de mettre en place des garde-fous suffisants pour protéger l'entreprise contre l'exploitation induite, par l'actionnaire minoritaire, des informations obtenues.

Nous revenons sur ces deux derniers points après avoir détaillé leurs enjeux pour les entreprises et les actionnaires activistes.

#### Enjeu de la réduction des coûts d'agence et de mandat : Favoriser la collaboration entre actionnaires activistes et dirigeants

En dépit des nombreuses vertus de la coopération entre actionnaires et dirigeant, les dirigeants de sociétés cotées n'ont ni d'incitation, ni de contrainte naturelle à collaborer avec leurs actionnaires. Or, le droit positif français ne permet pas, en l'état, de remédier à cette situation<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup> Autorité des Marchés Financiers, Rapport sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 7 févr. 2012

<sup>68</sup> J. E. Fisch et S. M. Sepe, *Shareholder Collaboration*, Texas Law Review, U of Penn, Inst for Law & Economics, research paper n°18-22, 1<sup>er</sup> mars 2019

Le paradigme traditionnel est celui de dirigeants disposant des informations nécessaires pour prendre les « bonnes » décisions dans l'intérêt de l'entreprise. Cette vision des choses pêche cependant par simplisme : une prise de décision optimale en matière de gouvernance nécessite la participation de ceux qui sont susceptibles de détenir des informations complémentaires à celles des dirigeants. A ce titre, la collaboration des dirigeants avec les actionnaires, investisseurs de plus en plus sophistiqués et spécialisés, est susceptible de créer de la valeur, donc d'offrir aux entreprises un avantage concurrentiel. Il peut certes arriver que le développement rapide d'une entreprise innovante nécessite de renforcer temporairement les pouvoirs du dirigeant en dissociant son pouvoir de sa détention de capital au profit du développement de l'entreprise. Ce type de mécanisme a toutefois nécessairement vocation à demeurer temporaire.

Même dans les domaines les plus innovants, la réussite sur le long terme tient en effet systématiquement à la possibilité non seulement de lever beaucoup de capitaux, mais aussi de tirer profit de son écosystème, à commencer par les actionnaires<sup>69</sup> qui, pour nombre d'entre eux, sont ultra spécialisés par secteur industriel<sup>70</sup>. Cette tendance explique par exemple que les biotech françaises soient particulièrement nombreuses à s'installer à New York, où les investisseurs ont une connaissance véritable du secteur dans lequel ces entreprises exercent leur activité<sup>71</sup>.

Si les premiers fonds activistes ont pu se cantonner à des orientations « simples », se focalisant sur la gouvernance d'entreprise et sur l'emploi des profits, il semble que l'on doive s'attendre de leur part à une spécialisation sectorielle ainsi qu'à une capacité croissante à être plus pointus dans leurs recommandations.

Le risque que les minoritaires cherchent à tirer, de mauvaise foi, un bénéfice indu des informations mises à leur disposition dans le cadre d'un éventuel projet de collaboration doit également être traité avec la plus grande rigueur, sans quoi même les minoritaires de bonne foi risqueraient de pâtir d'un phénomène d'antisélection — par lequel les dirigeants préféreraient renoncer à collaborer plutôt que prendre le risque que l'information soit détournée — décrédibilisant l'action de ces minoritaires. Deux pistes envisageables sont (i) la consécration d'un devoir de loyauté spécifique à la charge du minoritaire collaborateur, à travers par exemple l'interdiction de faire prévaloir sa stratégie d'investissement globale sur les intérêts de la société lorsqu'il reçoit des informations confidentielles<sup>72</sup> et (ii) comme évoqué plus haut, la nomination, par les minoritaires, d'administrateurs indépendants enclins à collaborer avec eux.

---

<sup>69</sup> T. F. Hellmann et M. Puri, *Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence*, Sauder School of Business, working paper, sept. 2000

<sup>70</sup> P. Gompers, A. Kovner et J. Lerner, *Specialization and Success: Evidence from Venture Capital*, *Journal of Economics & Management Strategy*, 2009, 18(3), 817–844

<sup>71</sup> *Les États-Unis, un eldorado pour les biotechs françaises*, Capital, 5 nov. 2016

<sup>72</sup> J. E. Fisch et S. M. Sepe, *Shareholder Collaboration*, *Texas Law Review*, U of Penn, Inst for Law & Economics, research paper n°18-22, 1<sup>er</sup> mars 2019

## Conclusion

Il est crucial d'insérer des mécanismes de protection efficaces et concrets des droits des investisseurs, afin de rétablir un contre-pouvoir de nature à promouvoir un modèle de collaboration entre actionnaires et dirigeants. A défaut d'outils juridiques appropriés, la France restera un pays de second rang dans le capitalisme du XXI<sup>ème</sup> siècle qui prend forme. La coopération entre actionnaires et dirigeants, dans un contexte d'information partielle, constitue un avantage compétitif de plus en plus dépendant de la gestion de cette information. Les informations circulant entre les acteurs d'un même marché et leurs clients, de même que la capacité à traiter correctement toutes les informations pertinentes pour adapter constamment les offres au contexte de marché, sont devenues cruciales ; or, cette capacité procède de l'agrégation d'information de provenances diverses et dont l'interprétation requiert différents types d'expertise, dont il est difficile de penser qu'elles puissent toutes être réunies dans les mains des mêmes personnes.

La protection concrète des droits des investisseurs passe par la possibilité, pour les fonds, de s'allier avec d'autres institutionnels, ainsi que par la reconnaissance d'un préjudice personnel qui rende crédible la menace d'une action en justice contre les dirigeants. Il est également crucial que du côté du dirigeant comme de l'investisseur, la collaboration représente une plus-value, en particulier en ce qui concerne les dirigeants des sociétés cotées. Cette collaboration ne pourra enfin avoir lieu sans que les dirigeants soient tenus de rendre des comptes. Une manière efficace de mettre ce système en place pourrait être la consécration d'un équivalent des *fiduciary duties*.

L'activisme actionnarial représente une opportunité pour les entreprises françaises. Elles ne pourront la saisir qu'à condition que l'évolution du cadre juridique français tienne compte des incitations et intérêts respectifs des différents acteurs. Il faut en effet se rendre à l'évidence : ceux qui disposent des capitaux nécessaires au financement des entreprises françaises et européennes par les marchés financiers sont également ceux qui disposent des moyens de choisir les marchés qu'ils souhaitent pénétrer. Or, seule l'existence de règles propres à garantir, d'une part, les droits de ces investisseurs tout en maximisant, d'autre part, la valeur des entreprises pour les actionnaires permettront de rendre les marchés français et européen suffisamment compétitifs à long terme pour que les fonds d'investissement européens et étrangers se décident, pour de bon, à investir dans les sociétés européennes. Ce n'est qu'à cette condition qu'une véritable Union des Marchés de Capitaux pourra voir le jour.