

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

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

Pôle Gouvernance d'entreprise

Droit & Croissance / *Rules for Growth*

V. 17 Janvier 2021



DROIT ET CROISSANCE
FAIRE DU DROIT UN VECTEUR DE CROISSANCE

Introduction	Contexte et écueils du droit français	Page 3
Partie I	Traduction juridique des écueils	Page 18
Partie II	Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant	Page 38
Partie III	Cas pratiques	Page 46
Partie IV	Propositions et perspectives d'évolution	Page 49

INTRODUCTION

Contexte et écueils du droit français

Introduction : contexte et écueils du droit français

❖ Introduction

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

Introduction : contexte et écueils du droit français

❖ Introduction

- Le droit des sociétés doit traiter trois problèmes d'agence :
 - (1) conflit entre **dirigeants et actionnaires**, en particulier lorsqu'il y a une prédominance **d'actionnaires externes** (= en l'absence d'actionnaire majoritaire) ;
 - (2) conflit entre **actionnaire de contrôle (majoritaire ou non) et actionnaires minoritaires** (situation plus classique en France) ; et
 - (3) conflit entre **actionnaires et autres « parties prenantes »** (*stakeholders*).
- Nous allons voir dans quelle mesure les actionnaires minoritaires / externes sont en pratique défavorisés par le droit des sociétés français, même si en théorie et au regard des textes, ils devraient se sentir relativement bien protégés.

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **1^{er} écueil : La concentration du capital, un héritage des Trente Glorieuses (1)**
- **Maintien d'une forte concentration du capital** des entreprises cotées françaises
 - **40%** de la capitalisation totale des entreprises française est sous le contrôle d'**un seul actionnaire, 60% de trois actionnaires**
 - Italie : 45% / 65%, Allemagne : 37% / 55%, RU : 8% / 13%, US : 2% / 3% (Source : Banque de France)
- Cette **forte concentration du capital** témoigne d'un faible intérêt des grands actionnaires pour la diversification → **prime à la concentration importante** qui peut être un indice de sous-performance du droit : elle est de **28% en France** (versus 0% dans certains pays) (*T. Nenova, World Bank, 2000*) = transfert de valeur des actionnaires minoritaires aux actionnaires de contrôle
- Raison pour laquelle des règles comme **l'offre publique obligatoire** (qui permet aux actionnaires minoritaires d'être aussi bien traités que l'actionnaire majoritaire qui perçoit une prime de contrôle en cas d'OPA) sont nécessaires en France vs Etats-Unis où la règle n'existe pas

Introduction : contexte et écueils du droit français

❖ 1^{er} écueil : La concentration du capital, un héritage des Trente Glorieuses (2)

- **Actionnaires de contrôle = risque de détournement de la valeur** de la société si les minoritaires ne disposent pas de moyens d'action adéquats (conventions réglementées entre sociétés soeurs, de *management fees*...)
- Forte concentration liée à la manière dont s'est construit le capitalisme français depuis WW2 (M. Roe, *Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets*, 2006)
- **Phase industrielle de rattrapage technologique** (vs d'innovation) pour laquelle les engagements de long terme d'un actionnaire de contrôle vis-à-vis des salariés sont préférables (meilleur dialogue social et donc productivité accrue)

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **1^{er} écueil : La concentration du capital, un héritage des Trente Glorieuses (3)**
- **Tradition colbertiste : omniprésence de l'Etat** qui a conduit au renforcement de l'Etat actionnaire / de contrôle
 - Nombre important de participations étatiques
 - Consanguinité Etat-banques-entreprises où l'Etat est un actionnaire significatif
 - **Conséquence** : place parisienne dominée par un petit nombre de grandes institutions qui freine le développement des marchés financiers
- **Importance des facteurs exogènes** dans la construction d'un modèle de gouvernance d'entreprise (J. Coffee, *The Rise of dispersed ownership: the roles of law and the State in the separation of ownership and control*, 2001), et **non de la tradition juridique** (droit civil vs common law)

Introduction : contexte et écueils du droit français

❖ 1^{er} écueil : La concentration du capital, un héritage des Trente Glorieuses (4)

- Certes, montée de l'**actionnariat institutionnel** (≠ retail) du fait des évolutions de stratégies d'épargne et de l'horizon d'investissement MAIS **conflits d'intérêts des gérants d'actifs**, du fait de leur appartenance à des grandes banques → **difficulté à faire valoir des intérêts distincts de ceux des banques**
- Absence de fonds de pension et contexte de la montée de l'investissement passif et ses dangers, en l'absence d'analyse fondamentale
- Parallèlement, accroissement du rôle de la BPI après la vague de privatisations
- Problème : Les contours du droit des sociétés dans un pays donné est la conséquence de la structuration du capital des entreprises (actionnariat concentré ou pas) → **cercle vicieux** car les **actionnaires de contrôle et les banques ne vont pas d'eux-mêmes chercher à préserver les intérêts des minoritaires** (cf. position de Paris Europlace sur l'activisme)

Introduction : contexte et écueils du droit français

❖ 1^{er} écueil : La concentration du capital, un héritage des Trente Glorieuses (5)

- Pour relativiser :
 - Une forte concentration du capital des sociétés cotées n'est **pas en soi un indicateur d'un mauvais niveau de protection des minoritaires** (cf. pays Scandinaves) et il existe des **bénéfices non financiers** à être actionnaire de contrôle (R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2017)
 - Il peut s'agir d'un avantage dans les pays peu protecteurs des droits des minoritaires contre les **risques de transferts de richesse indus au profit des dirigeants**

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **2^{ème} écueil : L'utilisation du droit des sociétés et du droit boursier comme moyen de renforcer la souveraineté économique au détriment des actionnaires externes (1)**
- Le développement, en France comme ailleurs (Allemagne, Brésil) de **mesures protectionnistes** a conduit à renforcer le poids des actionnaires de contrôle (en particulier de l'Etat) au détriment des actionnaires minoritaires (M. Pargendler, *Controlling shareholders in the twenty-first century: complicating corporate governance beyond agency costs*, 2019)
- **Exemple** : loi Florange introduisant dans les sociétés cotées l'automaticité des droits de vote double → favorise les actionnaires de contrôle (en particulier l'Etat) et accroît le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires
- **Critique récurrente : court-termisme supposé des marchés financiers** – encouragements par les pouvoirs publics à ce que seuls les « actionnaires de long terme » soient actifs

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ 2^{ème} écueil : L'utilisation du droit des sociétés et du droit boursier comme moyen de renforcer la souveraineté économique au détriment des actionnaires externes (2)
 - Le débat sur l'**activisme** peut être réduit essentiellement à un débat pour ou contre les *hedge funds* étrangers
 - **Débat sur le bien-fondé de l'activisme en 2019** ; 20 millions d'euros d'amende contre Elliott en 2020 (motivation lapidaire de la décision de sanction qui pose question sur un éventuel parti pris)
 - Les études académiques tendent pourtant à démontrer que l'activisme actionnarial pris dans son ensemble **ne produit pas des effets destructeurs de valeur** (L. Bebchuk, A. Brav et W. Jiang *The long-term effects of hedge fund activism*, 2015)
 - **Faible nombre de campagnes activistes** en France et mauvaise publicité de l'activisme

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **3^{ème} écueil : L'utilisation excessive du droit des sociétés comme un moyen de traiter les problèmes de répartition de la richesse au sein de l'entreprise et d'externalité (1)**
- Un pays peut être amené à alterner entre « **shareholders approach** » et « **stakeholders approach** » en fonction des conditions macroéconomiques
 - Ex. du Japon qui suit une tendance inverse à celle des Etats-Unis (R. Gibson / C. Milhaupt, *Shifting Influences on Corporate Governance Capital Market Completeness and Policy Channeling*, 2020)
- La France est depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale favorable à une approche très pro « stakeholders » (à travers notamment l'intérêt social) ; tendance renforcée récemment avec la **révision du Code civil** et la création du statut d'**entreprise à mission** (Danone) via la loi PACTE
- Débat actuel à la Commission européenne **sur les problèmes d'inégalités et d'externalités dont le capitalisme serait responsable** (cf. étude Ernst & Young commandée par la Commission européenne) ; l'Etat français est en « avance » sur la Commission européenne de ce point de vue : loi PACTE

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **3^{ème} écueil : L'utilisation excessive du droit des sociétés comme un moyen de traiter les problèmes de répartition de la richesse au sein de l'entreprise et d'externalité (2)**
 - L'augmentation concomitante du montant des dividendes et des programmes de rachat **reflèterait les excès du capitalisme** (cf. étude EY précitée)
 - **Croyance dans la montée du court-termisme** souvent alimentée par une utilisation biaisée et partielle des données publiques ; critique de l'étude EY notamment par la Harvard Law School (*Les Echos, Levée de boucliers contre un rapport européen sur la gouvernance durable*, 22 octobre 2020)

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **3^{ème} écueil : L'utilisation excessive du droit des sociétés comme un moyen de traiter les problèmes de répartition de la richesse au sein de l'entreprise et d'externalité (3)**
 - La littérature académique a **identifié des excès tant du court que du long-termisme** en fonction des cycles, de la situation de l'entreprise, etc. (controverses similaires au sujet de l'actionnariat familial).
 - Certaines études empiriques mettent en évidence que le management peut souffrir de myopie le conduisant à favoriser des **projets de long terme insuffisamment créateurs de valeur** (D. Denis, *Is Managerial Myopia a Persistent Governance Problem?*, 2019)
 - Risque d'effet pervers important → **risque de remise en cause des droits fondamentaux des actionnaires** sur lesquels notre droit est pourtant basé (ex. : convocation de l'AG dans l'affaire Lagardère, révocation *ad nutum*)

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **Conclusion : des résultats qui vont à l'encontre des objectifs affichés par l'Union européenne (1)**
- **Objectif** : développer les marchés de la dette et des fonds propres, ce qui suppose d'augmenter notamment le niveau de protection des droits des **actionnaires externes**
- Or, cette protection apparaît aujourd'hui insuffisante. **Résultats :**
 - **Recul de la part de l'investissement étranger sur les marchés financiers français** ces dernières années par rapport au reste de l'Europe. Fin 2018, les étrangers ne détenaient plus que 557 milliards d'euros d'actions des géants de la cote, soit un taux de détention de 42,2 %, versus 43,1% en 2007 (cf. Tableaux de l'économie française de l'INSEE repris par les Echos, S. Rolland, 8 nov. 2019), à comparer avec l'augmentation des investissements étrangers directs (+10%) dans le non coté
 - **Faible augmentation de la part du financement par les marchés** dans l'économie

Introduction : contexte et écueils du droit français

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

PARTIE I

Traduction juridique des écueils



PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ La Loi Florange, ou comment accroître le risque d'abus de majorité (1)

- **Principe** : une action = une voix
- **Droits de vote doubles** automatiques après 2 ans prévus par la loi Florange : la loi a fait craindre aux minoritaires (y compris « long-termistes ») que les majoritaires pourront encore davantage dominer sans partage les assemblées générales grâce au doublement de leurs droits de vote (exception au principe « une action une voix ») → accroissement du pouvoir des actionnaires de contrôle d'influencer la direction de l'entreprise via le conseil d'administration
- La loi Florange a permis à **l'Etat actionnaire de renforcer son pouvoir de contrôle** (c'est avant tout dans les sociétés où l'Etat dispose d'une minorité de blocage que les AG ont renoncé à voter contre le doublement des droits de vote) (M. Becht, Y. Kamisarenka, A. Pajuste Loyalty Shares with Tenure Voting - *Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment*, 2018)

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ La Loi Florange, ou comment accroître le risque d'abus de majorité (2)

- Nombreux désengagements des sociétés du SBF 250 ; retrait en particulier des fonds institutionnels de long terme des entreprises françaises et **augmentation du coût du capital** (T. Bourveau, F. Brochet, A. Garel, *The Effect of Tenure-Based Voting Rights on Stock Market Attractiveness: Evidence From the Florange Act*, 2019)
- Les **droits de vote multiples** peuvent se justifier dans certaines circonstances (ex. : contrôle accru du fondateur post-IPO, phénomène très visible aux US) mais posent souvent problème lorsque leur existence se prolonge / est décorrélée de la personne de l'actionnaire (ex. : Lagardère) → nécessité de « *sunset clauses* »

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

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

- L'intérêt social est une **notion vague**, agrégeant un ensemble d'intérêts et compris comme l'intérêt à long terme de l'entreprise qui serait aligné avec ceux de ses **parties prenantes** (salariés, actionnaires, créanciers, partenaires commerciaux, etc.)
- **Impulsion de l'Etat actionnaire** dans la promotion de l'intérêt social avec un risque **conflits d'objectifs** (intérêt de l'actionnaire et intérêt général)
- L'intérêt social ne peut être une boussole quand la société commence à aller mal : les **conflits d'intérêts entre les parties prenantes** s'accroissent, risque d'enracinement des dirigeants
- La résolution de ces conflits passe (i) par un objectif à poursuivre bien défini et (ii) la possibilité d'engager effectivement la responsabilité des parties exposées à des conflits

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Le rôle central de la notion de l'intérêt social et ses limites (2)

- **En présence d'actionnaires de contrôle** : neutralisation théorique des effets pervers de la notion d'intérêt social car les actionnaires de contrôle sont *de facto*, à travers le conseil d'administration, en situation de contrôler l'action des dirigeants
- **Mais** : risque qu'ils fassent « payer » aux minoritaires le coût de la surveillance des dirigeants (*monitoring*) : phénomène dit de « *tunneling* »
 - importance d'un régime des **conventions réglementées** adapté (et bien dessiné) pour éviter les transferts de richesse indus (contrôle *ex ante*)
 - **problème en droit français du champ trop restreint de l'abus de majorité** qui ne peut être commis que par l'AG) (contrôle *ex post*)
- De nombreux **transferts de valeur indus** passent entre les mailles du filet (ex. : cession à bas prix d'une filiale lorsque les deux sociétés ont le même actionnaire de contrôle)

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Le rôle central de la notion de l'intérêt social et ses limites (3)

- **En l'absence d'actionnaire de contrôle** : problèmes de gouvernance accrus car les dirigeants, compte tenu de la manière dont est défini l'intérêt social, doivent des comptes à tout le monde et personne et ne peuvent voir leur responsabilité engagée efficacement (quel est l'incitation d'un administrateur indépendant à s'opposer aux dirigeants qui l'ont désigné ?)
- **Risque d'enracinement des dirigeants** : exemple des opérations de capital de la dernière chance qui conduisent à dépouiller les actionnaires au profit des créanciers afin de permettre aux dirigeants de gagner du temps et de rester en place (S. Vermeille Restructuration de dette obligataire, recapitalisation de la dernière chance et interventionnisme étatique, 2017)
- D'où la nécessité d'**élargir le champ d'application du devoir de loyauté** sur le modèle du droit US (*fiduciary duties*) pour pallier les carences de l'intérêt social

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

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

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

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

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ **L'élargissement du champ de l'intérêt social par la Loi PACTE, ou comment accroître le risque d'enracinement des dirigeants (3)**
 - Autres effets pervers sur le raisonnement du juge (cf. demande de consultation des IRP dans Suez pour l'achat d'une participation minoritaire par Véolia)
 - Il existe d'autres manières d'obliger les entreprises à **payer pour les externalités causées** (droit de la concurrence, de l'environnement, etc.)
 - Ceci étant dit, les **préconisations de Milton Friedman** (= la société doit uniquement se concentrer sur la maximisation des intérêts des actionnaires) **ne peuvent être appliquées à la lettre** dans un monde où les grandes entreprises sont tellement puissantes qu'elles ont les moyens de détourner les institutions publiques de leur rôle (lobbying)
 - Encourager l'investissement ESG implique que les actionnaires et les créanciers soient en situation de pouvoir exiger du management qu'il leur rende des comptes et **qu'il n'y ait pas de rupture entre création de valeur et investissement ESG**

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ Les droits des actionnaires externes / minoritaires à l'épreuve de la pratique : vue d'ensemble (1)
 - Une partie de la littérature académique a insisté sur l'importance de développer le *private enforcement* dans la perspective de faciliter le développement des marchés financiers (J. Coffee *Law and The Market : The Impact of enforcement*, 2007) → nécessité d'apprécier le **bénéfice des contentieux au niveau macro pour compenser le coût au niveau micro**
 - *Contra* : le **Royaume-Uni a réussi à avoir des marchés financiers très liquides sans culture du contentieux**, notamment grâce au Takeover Panel pour le contentieux des opérations de rapprochement (J. Armour, B.Black, B. Cheffins, R. Nolan *Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the UK and US*, 2008)

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ **Les droits des actionnaires externes / minoritaires à l'épreuve de la pratique : vue d'ensemble (2)**
- **Existence d'un lien entre le budget des régulateurs et le niveau de développement des marchés financiers** → l'AMF souffre des conséquences d'un budget insuffisant
- **Question** : le coût de l'information et les risques excessifs de mise en jeu de la responsabilité ne sont-ils pas un facteur aggravant la désaffection des entreprises pour la bourse ?
 - Depuis la crise financière, le nombre de sociétés cotées a diminué de plus de 20%
 - En 2007, 800 sociétés faisaient leurs premiers pas sur les marchés européens, contre 300 en 2018 (source : Les Echos, 2019)
 - Argument d'après lequel le renforcement des droits des minoritaires à par le contentieux (privé ou public) freinerait le financement par les marchés

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ Les droits des actionnaires externes / minoritaires à l'épreuve de la pratique : vue d'ensemble (3)
 - **Réponse** : la croissance du *private equity* (1 trillions d'actifs sous gestion en 2000, 5 trillions en 2017) boostée par la **diminution du coût de la dette** avec les interventions massives de la BCE semblent être les facteurs essentiels de ce déclin (J. Ritter, X. Gao Bakshi, Z. Zhu, *Where have all the IPOs Gone ?*, 2013)
 - Si le nombre de sociétés cotées a diminué, la **capitalisation boursière des sociétés restantes** (tout comme la valorisation des entreprises non cotées) **n'a jamais été aussi importante**
 - Les slides suivantes examinent en détail les différents moyens de défense des droits des minoritaires :
 - *private enforcement* (actions au civil initiées par la partie ayant subi un dommage)
 - *public enforcement* (actions initiées par le régulateur / le ministère public)
 - *gatekeepers* (auditeurs, agences de notation)

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (1)

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

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (2)

- **Reconnaissance** très rare du préjudice direct et personnel des actionnaires (jurisprudence : Cydèle, 2008 ; Gaudriot, 2010 ; Crédit Martiniquais, 2010 ; Labati, 2011) → quelle est alors l'incitation à aller au contentieux ?
- **Absence d'évolution du régime de la responsabilité civile** : la réparation doit être strictement égale au dommage causé, ce qui rend difficile le regroupement d'actions
- Importance des **dommages-intérêts punitifs**, non reconnus par la doctrine

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (3)

- **Absence de dommage réparable** du fait d'une chute du cours de bourse ; *contra* : dans certains pays, la causalité entre faute et dommage de l'actionnaire est, en présence d'une telle chute, non seulement possible, mais présumée (ex. des Etats-Unis : « *fraud on the market theory* »)
- **Absence de *class action*** permettant de faciliter la coordination des actionnaires et le financement des actions contentieuses par des tiers (fût-ce via un système d'*opt-out*) — pas d'évolution à attendre de la directive européenne en matière d'actions collective pour les consommateurs
- Impact déterminant de la répartition des frais d'avocats en fin de procès, des honoraires de résultat, des *discovery rights*, etc. sur la masse du contentieux

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (4)

- Tandis que la responsabilité des dirigeants n'est jamais engagée, la notion de **faute de gestion** est beaucoup trop large → risque d'analyse contrefactuelle donnant injustement tort au dirigeant
- A comparer avec la *business judgment rule* (droit du Delaware) : présomption que la décision est prise dans l'intérêt de la société si certains critères sont remplis :
 - a) décision prise de bonne foi et sur la base d'informations suffisantes ;
 - b) absence de conflit d'intérêts ; et
 - c) processus de prise de décision adéquat.
- **La faute de gestion** n'est finalement appréhendée que lorsque la société est en cessation des paiements ; pour les sociétés *in bonis*, elle est à la fois **trop large dans son champ d'application** et **jamais actionnée en pratique**

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (5)

- **Responsabilité des personnes physiques sous réserve de la faute détachable des fonctions** (approche issue du droit administratif) → importance de trouver un équilibre entre mécanismes incitatifs et effets pervers d'une mise en jeu trop importante de la responsabilité personnelle
- **Effet pervers** du caractère très restrictif de la faute détachable : recherche de la responsabilité des dirigeants à l'initiative des actionnaires essentiellement dans le cadre d'**informations judiciaires**, même lorsque l'ordre public n'est pas troublé (mobilisation inutile des ressources de la justice)

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Public enforcement*

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

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Auditeurs

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

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Conclusion

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

PARTIE II

Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant



PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

- Les modèles économiques des relations actionnariat-dirigeants les plus récents, fondés sur les principes issus du **modèle d'agence**, intègrent deux types de coûts supportés dans le cadre de cette relation
- Les **actionnaires sont les mandants du dirigeant qui est le mandataire**
 - **Coûts d'agence** = coûts consentis par le mandant pour la gestion de son bien par le mandataire (surveillance, risque de conflit d'intérêts, etc.)
 - **Coûts de mandant** = coûts supportés par le mandant lorsqu'il gère son bien lui-même (problèmes de coordination entre actionnaires, manque de compétences, hétérogénéité des objectifs poursuivis, etc.)
 - Coûts d'agence + coûts de mandant = coûts de contrôle

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

- Chacun de ces deux types (coûts d'agence / de mandant) peut lui-même prendre deux formes :
 - **Coûts de conflit** = comportements déloyaux vis-à-vis de la société
 - **Coûts de compétence** = erreurs de jugement
- Question traditionnelle : **à qui donner le pouvoir décisionnel** au sein d'une entreprise pour minimiser les coûts de contrôle ? Ex. : si les coûts de mandant sont les plus importants, le dirigeant devrait être aux manœuvres
- Le rapport actionnaire-dirigeant tend cependant aujourd'hui à s'inscrire dans une **dynamique collaborative** (= réduction conjointe des coûts d'agence + de mandant = de contrôle)

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

- **Coûts d'information** = coûts associés à de mauvaises décisions prises sur le fondement d'informations fausses ou partielles, associés à la complexité de l'entreprise, de son industrie, etc. Idée que l'information détenue par les parties prenantes (actionnaires comme dirigeants) est nécessairement partielle
 - Ces coûts s'ajoutent aux coûts de contrôle
- **En résumé :**
 - L'entreprise peut supporter des **coûts d'information** et des **coûts de contrôle**
 - Les **coûts de contrôle** se décomposent en coûts d'agence (liés au dirigeant) et coûts de mandant (liés aux actionnaires)
 - Les **coûts de contrôle** se décomposent aussi en coûts de conflit (déloyauté d'un dirigeant, d'un actionnaire...) et coûts de compétence

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

- Pour beaucoup d'entreprises, les **coûts d'information** sont devenus plus importants que les **coûts de contrôle**
 - Si cette thèse est vérifiée, l'adoption d'un modèle de gouvernance favorisant la transmission et l'utilisation adéquate de l'information devrait être privilégiée
- Le modèle collaboratif est fondé sur ce principe : les actionnaires possèdent une **information complémentaire** (= sa possession augmente la valeur marginale des autres informations détenues) et peuvent aider l'entreprise à prendre de meilleures décisions (J. Fish, *Shareholder Cooperation*, 2019)

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

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

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

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

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

- Littérature récente qui met en avant la capacité de l'**activisme actionnarial** à participer à la création de valeur à long-terme et à corriger les distorsions de marché
 - Réduction des asymétries d'information
 - Contrôle des mauvaises pratiques de gouvernance
- Il existe cependant certains risques de dérives liées à l'activisme, de sorte qu'il convient d'adopter un cadre juridique adéquat (A. Paccès *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, 2017)

PARTIE III

Cas pratiques



PARTIE III : Cas pratiques

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

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

PARTIE III : Cas pratiques

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

PARTIE IV

Propositions et perspectives d'évolution



PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

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

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

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

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

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

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

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

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

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

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

❖ Autres réformes souhaitables (1)

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

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

❖ Autres réformes souhaitables (2)

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

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

❖ Conclusion

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

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

Contact

Sophie VERMEILLE

Fondatrice

Droit & Croissance

Rules for Growth

+ 33 (0) 6 73 04 89 90

svermeille@droitetcroissance.fr

www.droitetcroissance.fr

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

