

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

Vermeille & Co
AVOCATS

Plan de la présentation

01

Introduction

Contexte expliquant les écueils du cadre du juridique et institutionnel en matière de protection des investisseurs

Page 3

03

Partie II

Traduction des écueils dans la manière d'appliquer la règle de la droit

Page 32

02

Partie I

Traduction des écueils au niveau de la règle de droit

Page 20

04

Partie III

Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

Page 47

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 la réglementation, 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) Dirigeants et actionnaires

Conflit entre **dirigeants et actionnaires**, en particulier lorsqu'il y a une prédominance **d'actionnaires externes** (= en l'absence d'actionnaire majoritaire)

(2) Majoritaires et minoritaires

Conflit entre **actionnaire de contrôle** (majoritaire ou non) et **actionnaires minoritaires** (situation plus classique en France)

(3) Actionnaires et parties prenantes

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, le droit boursier et la procédure civile française, même si en théorie et au regard des textes, ils devraient se sentir relativement bien protégés.

Introduction : contexte et écueils du droit français

1er écueil : La concentration du capital, un héritage des Trente Glorieuses (1)

Maintien d'une forte concentration du capital des entreprises cotées françaises

40%

Contrôle par un seul actionnaire

de la capitalisation totale des entreprises françaises

60%

Contrôle par trois actionnaires

de la capitalisation totale

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

1er 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*...)
- Risque de problème de transparence accru
- 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

1er 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

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

Certes, montée de l'**actionnariat institutionnel** (\neq 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

1er 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

2ème 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

Critiques récurrentes : 1) court-termisme supposé des marchés financiers et donc des investisseurs minoritaires versus actionnaires de contrôle – encouragements par les pouvoirs publics à ce que seuls les « actionnaires de long terme » soient actifs ; 2) **risque de préférence nationale du fonds d'investissement** (qui lève pourtant de l'argent partout à l'étranger) même en l'absence de risque de consolidation au sein de son portefeuille

Introduction : contexte et écueils du droit français

2ème écueil : L'utilisation du droit des sociétés et du droit boursier comme moyen de renforcer la souveraineté économique au détriment des actionnaires externes (2)

La question du protectionnisme se pose également à travers la politique de sanction des régulateurs ; c'est un débat récurrent dans le contexte de l'extraterritorialité du droit américain. La question se pose au niveau européen (par ex. D. Auer, G. Manne *Is European Competition Law Protectionist? A quantitative Analysis of the Commission's Decisions*, 2020), comme au niveau des Etats Membres.

- Par ex, la condamnation par l'AMF de Elliott en 2020 à 20 millions d'euros d'amende (motivation lapidaire de la décision de sanction qui pose question sur un éventuel parti pris) sachant que le montant total est de 35 millions d'euros sur la même année.
- Le débat sur l'**activisme** peut être réduit essentiellement à un débat pour ou contre les *hedge funds* étrangers ; 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

2ème écueil : L'utilisation du droit des sociétés et du droit boursier comme moyen de renforcer la souveraineté économique au détriment des actionnaires externes (3)

Cette tendance va à **rebours de la volonté initiale d'ouverture** aux capitaux étrangers des marchés financiers ; cette tendance encourageait au contraire la fragmentation de la propriété des entreprises et la circulation des capitaux

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.

Or plus des marchés financiers sont ouverts aux capitaux étrangers, plus les choix d'investissement reposent sur des critères et financiers > faire des investissements en fonction du seul critère de la souveraineté économique conduit à financer des projets qui ne le méritent pas / à ce jour il n'y a pas d'étude qui quantifie le risque de prédation

Introduction : contexte et écueils du droit français

L'épisode Couche-Tard / Carrefour

PARIS (Reuters) - Le gouvernement français a eu tort de s'appuyer sur l'argument de la souveraineté pour bloquer le projet de rachat de Carrefour par Alimentation Couche-Tard, a déclaré lundi le PDG du groupe de distribution français, Alexandre Bompard.

"Le gouvernement a pris une décision au tout début, sur un projet qui n'était pas arrêté", a dit le dirigeant sur BFM.

"Carrefour n'est pas une entreprise de souveraineté. Personne ne peut penser que la souveraineté de la France dépend de la grande distribution", a-t-il ajouté. "L'argument n'est pas le bon".

"La pharmacie, la défense, ces industries là sont des entreprises de souveraineté. Ce n'est pas le cas de la distribution", a-t-il ajouté.

Alexandre Bompard a assuré que l'épisode Couche-Tard était "derrière nous". "La page est tournée", a-t-il dit, tout en assurant que le groupe allait continuer à se développer.

"On a les moyens de nos ambitions, nous ne sommes pas sur la défensive", a-t-il dit.

Interrogé sur un éventuel intérêt concernant le rival Casino, le PDG de Carrefour a exclu pour l'heure toute opération.

"On ne voit pas en France aujourd'hui d'opportunités pour nous renforcer (...) Il n'y a pas de sujet aujourd'hui Casino, il n'y a pas de sujets d'acquisitions massives en France".

(Nicolas Delame et Blandine Hénault) ■



Introduction : contexte et écueils du droit français

3ème 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 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

3ème 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)

Néanmoins application stricte des règles en matière d'offres publiques qui visent à organiser un marché pour le contrôle des sociétés, et donc objectif de maximisation de la valeur actionnariale – contradiction avec la vision pro stakeholder du droit, cf dossier Veolia Suez.

Introduction : contexte et écueils du droit français

3ème 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, /s *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.

La part du financement de l'économie par les marchés financiers n'a pas augmenté.

Enseignements de la crise 2008-2009

Nécessité de moins dépendre des établissements bancaires et **d'avantage des marchés financiers**

Un système de financement optimal est un système qui repose à la fois sur le secteur bancaire et les marchés financiers car chacun des systèmes présente des avantages par rapport à l'autre

Union des Marchés de Capitaux

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) - néanmoins l'Union européenne a une vision technocratique des sujets liés à la régulation et ne comprend pas qu'un des problèmes essentiels au retard des marchés financiers européens versus américains tient au non respect de la règle de droit.

Introduction : contexte et écueils du droit français

Conclusion : des résultats qui vont à l'encontre des objectifs affichés par l'Union européenne (2)



Diversification des sources du crédit

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 et sont plus patients que les banques contrairement à
une idée reçue)



Économie de l'innovation

**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, même si le
développement du private equity et en particulier du venture
capital permet de pallier de plus en plus la faiblesse structurelle
des marchés financiers européens dans ce domaine.

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 (grandes familles et Etat).

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* »

- ❑ Loi du 23 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France a introduit les droits de vote multiples : Possible allocation de droits de vote multiples au sein des sociétés cotées sur une place française, pour autant qu'elle soit utilisée lors de leur introduction en Bourse. Ces droits seraient intransmissibles et pourraient être utilisés pendant une durée de dix à quinze ans, moyennant de ponctuelles désactivations.

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)
- Difficulté de faire l'intérêt social une boussole car ce n'est pas un référentiel précis, il existe beaucoup d'intérêts divergeant même si sur le long terme l'intérêt des actionnaires et celui des salariés par ex se rejoignent.
- L'intérêt social ne peut pas en particulier être une boussole, lorsque la société est en grande difficulté financière : 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*), or limites du cadre actuel (cf slide suivante)

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)

Zoom sur le champ d'application trop restreint des conventions réglementées : ces règles ne s'appliquent pas aux opérations sur le capital, telles que les fusions entre l'actionnaire de contrôle et la société ou les augmentations de capital organisées dans des conditions ne laissant à l'actionnaire de contrôle que le temps de se préparer.

Champ trop limité du devoir de loyauté des membres du conseil d'administration, qui ne protège pas efficacement les minoritaires en cas de conflit d'intérêts.

Les lacunes du droit des sociétés sont partiellement compensées par le droit boursier, à travers le régime des offres publiques obligatoires (OPA/OPR).

→ Mais cette protection reste incomplète, car elle ne s'applique qu'aux sociétés cotées. En pratique, la protection des actionnaires minoritaires dépend souvent de la survenance d'un événement permettant de caractériser un changement de contrôle, condition nécessaire pour activer les mécanismes du droit boursier.

L'épisode Bolloré / Vivendi : le point de vue des minoritaires



L'épisode Bolloré / Vivendi : le point de vue des minoritaires

22 avril 2025 – Cour d'appel de Paris

Reconnaît le contrôle de fait du Groupe Bolloré sur Vivendi et annule partiellement la décision de l'AMF du 13 novembre 2024 pour insuffisance de motivation.

1

2

18 juillet 2025 – AMF

Rend une nouvelle décision tirant les conséquences de l'arrêt ; considère que ce contrôle déclenche une offre publique obligatoire, sur le fondement du franchissement du seuil de 30 % et d'une opération affectant les droits des minoritaires.

Définition fonctionnelle : Existence d'un **pouvoir effectif de déterminer les décisions** d'une société, **sans majorité formelle** des droits de vote.

Approche contestée : certains y voient une insécurité juridique pour les actionnaires de référence, car la reconnaissance ex post du contrôle de fait peut entraîner des conséquences financières disproportionnées.

Mais au final, compte tenu du rôle essentiel du contrôle de fait dans la protection des minoritaires, il est préférable d'adapter le droit boursier (régime des offres publiques) plutôt que de restreindre la définition du contrôle en droit des sociétés.

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

Le rôle central de la notion de l'intérêt social et ses limites (4)

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

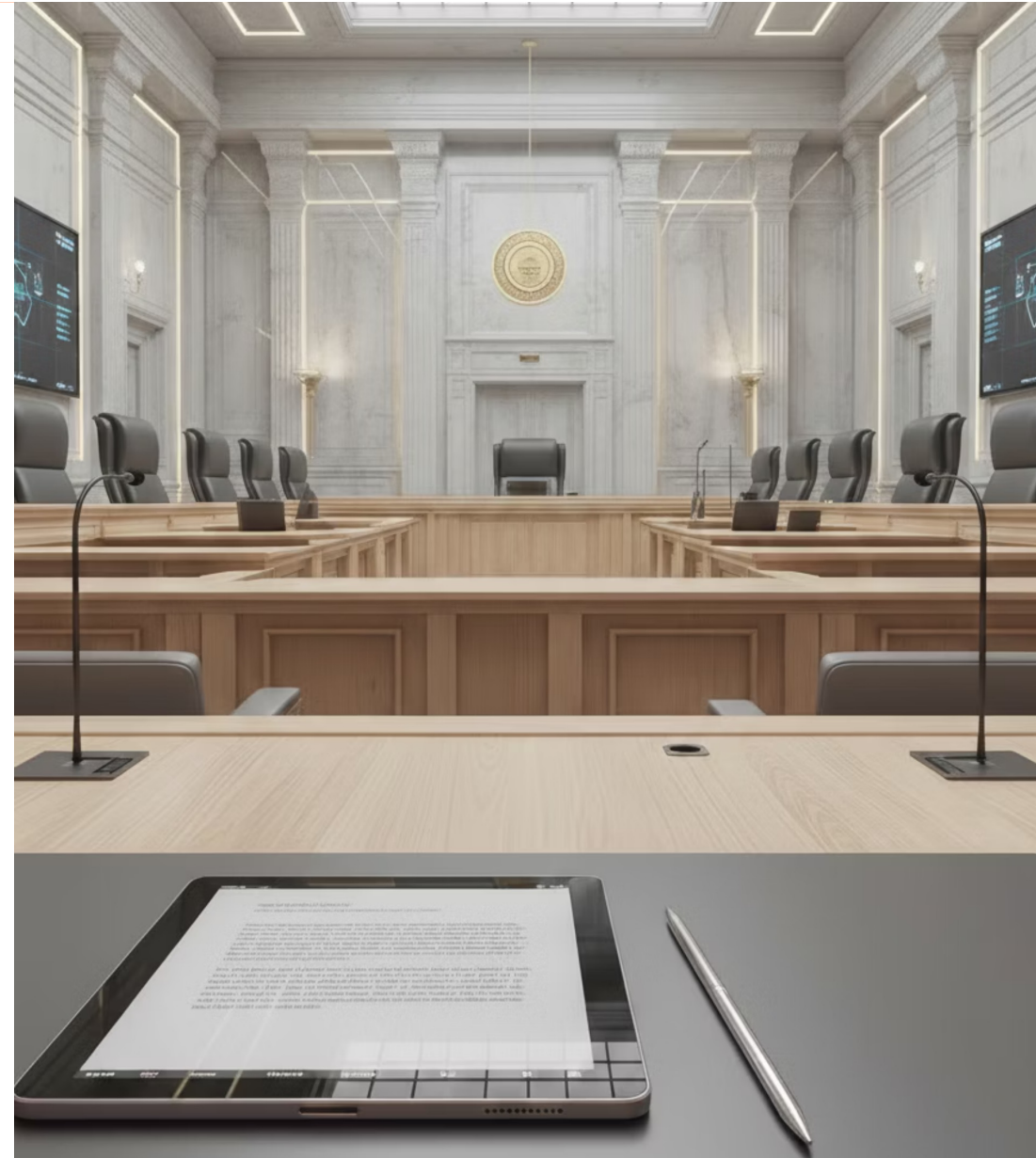
L'élargissement du champ de l'intérêt social par la Loi PACTE, ou comment accroître le risque d'enracinement des dirigeants (3)

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)

PARTIE II

Traduction dans la manière
d'appliquer la règle des
écueils



PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Les droits des actionnaires externes / minoritaires à l'épreuve de la pratique : vue d'ensemble (1)

Une partie de la littérature académique insiste 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** (amélioration de la transparence de l'information réglementée, de la qualité des comptes) **pour compenser le coût au niveau micro** (les coûts engendrés par les contentieux pour les entreprises)

Contra : le **Royaume-Uni a réussi à avoir des marchés financiers 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)

Cependant, le niveau de transparence de l'information réglementée au UK est moins bon qu'aux US, ceci engendre des conséquences sur le plan de la liquidité

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle 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 ?

-20%

Depuis la crise financière, le nombre de sociétés cotées a diminué de plus de 20%

800

En 2007, 800 sociétés faisaient leurs premiers pas sur les marchés européens

300

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 II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle 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** : celle des entreprises américaines et des entreprises étrangères cotées sur le NYSE est montrée de 2.700 milliards en 1990 à 13.300 milliards en 2010, pendant la même durée, le S&P 500 est passé de 350 points à 1.350, soit une augmentation de 285% (L. Melka et A. Shabi, *Merger Arbitrage*, 2012).

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Les droits des actionnaires externes / minoritaires à l'épreuve de la pratique : vue d'ensemble (4)

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 II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Private enforcement (1)

Faible contentieux initié par les actionnaires minoritaires : la responsabilité civile des émetteurs, des dirigeants et des membres du conseil d'administration de sociétés cotées n'est quasiment jamais engagée.

- Très très peu de contentieux depuis 2003 (d'après l'entrée en vigueur de la première directive Prospectus) contre les dirigeants ou les établissements financiers garants ("underwriters") pour fausses informations dans les prospectus
- Très rares indemnisations des actionnaires. (*Exemples : Cydèle, 2008 ; Gaudriot, 2010 ; Crédit Martiniquais, 2010 ; Labati, 2011*)
- Première action en responsabilité contre des auditeurs dans le cadre d'une société cotée, financée par deux fonds de litige : le dossier Atos.

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Private enforcement (2)

Constat systémique : l'absence d'un marché du financement des actions en responsabilité sur les marchés financiers est un indicateur direct de l'inexécution du droit — la règle existe, mais n'est pas appliquée.

Problème circulaire : L'absence de contentieux résulte avant tout de l'absence de financement → En cas de fraude, les actionnaires individuels n'ont pas les moyens d'agir, et les investisseurs institutionnels sont réticents à financer de telles procédures.

Solutions possibles : Financement par des fonds de litige; cabinets américains en success fees, parfois même pour des dossiers français (ex. *Vivendi*). Néanmoins elles nécessitent de pouvoir déterminer avec un certain niveau de probabilité l'issue du procès, or s'il y a peu de précédents c'est un vrai problème. C'est le serpent qui se mord la queue.

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Private enforcement (3)

Conséquences d'un financement insuffisant des contentieux :

- Manque de ressources pour financer les experts en évaluation des dommages, pourtant indispensables pour établir le lien de causalité et quantifier les préjudices subis par les investisseurs.
- Sans eux, il devient difficile de démontrer le lien de causalité entre la faute et le dommage et de quantifier précisément le préjudice subi.

Absence de class action efficace en droit boursier malgré les différentes réformes

→ Pas de **mécanisme de coordination** des actionnaires ni de **mutualisation du financement** des actions contentieuses.

L'absence d'un système d'**opt-out** empêche les recours collectifs d'atteindre une taille critique. → **Aucune évolution attendue** de la récente **réforme sur l'action de groupe**, qui ne traite pas les enjeux de financement ni d'accès à la preuve.

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Private enforcement (4)

La responsabilité des dirigeants dans le cadre d'une action dite « ut singuli » n'est jamais engagée pour diverses raisons.

D'une part, la notion de **faute de gestion** est beaucoup trop large risque d'analyse contrefactuelle donnant injustement tort au dirigeant – si on souhaite que les entreprises prennent une certaine dose de risque en faisant des choix stratégiques créateurs de valeur, il faut accepter l'idée que les dirigeants puissent avoir tort.

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 **rarement actionnée en pratique**

A comparer avec la *business judgment rule* (droit du Delaware) : présomption que la décision est prise dans l'intérêt de la société (et donc pas susceptible de donner lieu à des poursuites même si in fine destructrice de valeur) si certains critères sont remplis :

1. a) décision prise de bonne foi et sur la base d'informations suffisantes ;
2. b) absence de conflit d'intérêts ; et
3. c) processus de prise de décision adéquat.

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Private enforcement (5)

D'autre part : si tout associé ou actionnaire peut engager une action en réparation du préjudice qu'il a subi personnellement du fait d'un dirigeant de la société, **cette action n'est recevable que si le préjudice subi par l'associé ou l'actionnaire est distinct** de celui éventuellement subi par la société, à défaut il faut faire une action *ut singuli*

Dans le cadre d'une action *ut singuli*, pas de critère de l'intérêt distinct mais les dommages et intérêts reviennent à la société, aucun intérêt pour l'actionnaire à engager des frais, sauf s'il existe un tiers financeur, mais comment se rémunérer si les fonds doivent revenir à la société et non aux actionnaires !

L'associé/actionnaire qui agit, n'a pas à établir une faute du dirigeant détachable de ses fonctions, contrairement aux obligataires, y a-t-il une logique ?

Pour qu'un actionnaire puisse agir directement et faire valoir un préjudice distinct, il doit invoquer un manquement à la diffusion d'informations trompeuses ou à la sincérité comptable, seule voie permettant de caractériser un préjudice personnel et distinct.

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Private enforcement (3)

Préjudice de décision :

Le préjudice résulte du fait que l'investisseur a pris une décision d'investissement erronée (achat ou conservation de titres) sur la base d'une information fausse ou trompeuse: Il aurait agi différemment si la vérité avait été connue.

Objet de la réparation :

→ Rétablir l'investisseur dans la situation où il se serait trouvé s'il n'avait pas pris cette décision.

Éléments clés :

- Analyse in concreto ou in abstracto de la réaction d'un investisseur raisonnable.
- Calcul du dommage fondé sur une comparaison de performance entre le titre concerné et un indice de référence ou une valeur comparable.
- Possibilité d'inclure la perte de chance d'un placement alternatif.

Difficultés :

- Causalité subjective, plus difficile à prouver.
- Évaluation probabiliste du dommage.

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Private enforcement (4)

Préjudice d'acquisition :

Le préjudice correspond à la surenchère payée lors de l'acquisition du titre en raison d'une surévaluation du marché provoquée par des irrégularités comptables ou des informations trompeuses.

Objet de la réparation :

→ Différence entre le prix effectivement payé et le prix théorique corrigé qui aurait prévalu dans un marché informé.

Éléments clés :

- Repose sur des données objectives (comptes retraités, modèles de valorisation).
- Lien de causalité entre la faute et la perte est plus simple à établir : la faute a artificiellement gonflé le prix.
- Méthode : comparaison du prix payé avec le prix corrigé à partir des états financiers ajustés (par ex. après dépréciation du goodwill).

Limites :

- Indemnisation plus limitée, correspondant au minimum du préjudice réparable.
- Reconnaissance encore incertaine en jurisprudence française.

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Public enforcement

- **Faible nombre d'enquêtes** initiées par l'AMF = **peu de condamnations** susceptibles d'envoyer un signal fort au marché
- **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 Broglie (50.000 euros) début 2020 pour diffusion d'une fausse information ayant trait au financement du projet Hinkley Point au Royaume-Uni et encore condamnations annulées par la Cour d'appel
- **Révision des amendes infligées par l'AMF aux émetteurs fréquemment à la baisse** en Cour d'appel contre les émetteurs = approche « minimaliste » du contentieux pas d'effet de discipline (F. Demerens, D. Najar, J.-L. Paré, J. Redis. *Typology of stock market offenses in France: An analysis of sanctions by the AMF since 2006*, 2013)
- **Insuffisance des incitations pour les lanceurs d'alerte** (non rémunérés) ; problème du sort des vendeurs à découvert (affaire Casino) pour lutter contre les fraudes

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Auditeurs

Les commissaires aux comptes allouent des ressources insuffisantes pour un contrôle efficace de la gestion des dirigeants et de la fiabilité des états financiers.

Manque d'incitations financières pour la détection de la fraude, exacerbé par des conflits d'intérêts significatifs.

Présence de conflits d'intérêts majeurs, notamment lorsqu'un associé d'un grand cabinet d'audit certifie un nombre restreint d'états financiers.

Difficulté à mettre en jeu leur responsabilité professionnelle.

Conséquence : Il devient impératif de s'appuyer sur les mécanismes de marché, par l'action des actionnaires et autres investisseurs (activistes), qui endossent le rôle d'**auditeurs externes**. Cela suppose une protection effective de leurs droits.

PARTIE II : Traduction dans la manière d'appliquer la règle des écueils

Conclusion



Nécessité de faciliter les conditions du « *private enforcement* » sur le modèle du droit de la concurrence et nécessité pour l'AMF de faciliter les contentieux civils en provoquant notamment une réforme concernant 1) les conditions de la mise à disposition de ses rapports d'enquête qui devrait être possible dans le cadre d'une procédure article 145 , 2) la publicité des notifications de grief (en cours avec une proposition de loi)



Nécessité de faciliter les conditions du « *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 de l'insuffisance des mécanismes permettant de provoquer un effet de discipline sur les acteurs de marché : *ex post* hyper régulation *ex ante* dans de l'AMF certains domaines comme l'expertise indépendance en matière d'offre publique

PARTIE III

Approche économique de la
relation actionnaire-dirigeant



PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

Introduction

La forme de gouvernance d'entreprise dans un pays et à un instant donné est le produit de la **confrontation de deux influences** (R. Gilson, C. Milaucht - *Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling*, 2021) :

Niveau de maturité des marchés financiers

Recherche de la maximisation de la valeur, primauté des actionnaires, capacité à offrir différents profils de risque/rendement qui déterminent la structure du capital

Poids de considérations politiques

Qui l'éloignent de l'objectif de maximisation de la valeur (questions de répartition de la valeur et d'externalités)

Effet de balancier : les règles de la gouvernance d'entreprise sont en constante évolution (prédictions d'un retour prochain à la *stakeholder approach* aux US)

PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

Modèle fondé sur les coûts d'agence (1)

Le **modèle d'agence** intègre deux types de coûts de la relation actionnaire (mandant)-dirigeant (mandataire) :

Coûts d'agence

Coûts d'agence = coûts consentis par le mandant pour la gestion de son bien par le mandataire (surveillance, risque de conflit d'intérêts, etc.) : **modèle fondé sur le coût d'agence proposé par Milton Friedman**, considéré comme le père du mouvement de la primauté de l'actionnaire et de la recherche de la maximisation : **idée que les dirigeants jouent avec l'argent des autres**, valide dans une économie où la structure du capital n'est pas dispersée.

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

Coûts de mandant

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.)

PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

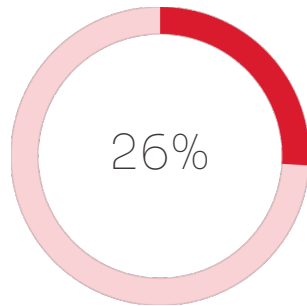
Question traditionnelle : **à qui donner le pouvoir décisionnel** au sein d'une entreprise pour minimiser les coûts de contrôle ? Ex. : si les coûts de mandant sont les plus importants, le dirigeant devrait être à la manoeuvre

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)

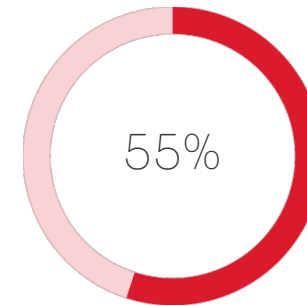
PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

Exemple Danone

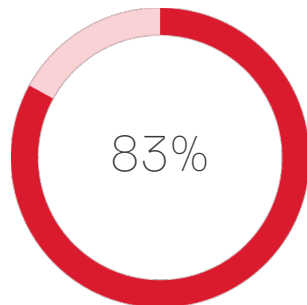
En octobre 2020, la société d'analyse sell-side Bernstein effectue un sondage auprès des investisseurs institutionnels (31 fonds *long* combinant 6,6 milliards d'actifs sous gestion) postérieurement à l'annonce par Danone du nouvel agenda de la direction



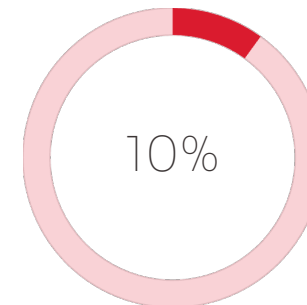
Des investisseurs interrogés étaient d'accord avec les priorités définies par le management



Des investisseurs pensaient que les marges allaient encore diminuer avant que la croissance ne reparte
– seulement 13% pensaient le contraire



Des investisseurs pensaient nécessaire une restructuration importante du portefeuille de marques du groupe



Seulement 10% étaient contents du management actuel

PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

Exemple Danone

Cette enquête montre une défiance de la part des investisseurs : peut-on parler d'un coût de compétence ? **Dilemme compte tenu du statut d'entreprise à mission de la société**

En février 2021, le conseil d'administration de Danone est au prise avec trois actionnaires actifs / activistes

PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

Exemple Danone

Cette enquête montre une défiance de la part des investisseurs : peut-on parler d'un coût de compétence ? **Dilemme compte tenu du statut d'entreprise à mission de la société**

En février 2021, le conseil d'administration de Danone est au prise avec trois actionnaires actifs / activistes

PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

Exemple Danone



Le champion français de l'agroalimentaire traverse une crise et est attaqué par des fonds activistes. Pour avoir trop tardé à agir, son conseil d'administration est aujourd'hui, lui aussi, en position d'accusé.

PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

La France est peu à peu en train de basculer, sur le modèle américain, dans un modèle appelé « *board 2.0* », où **le conseil d'administration est en charge de contrôler l'action du management** et est majoritairement composé de membres indépendants

Ces **membres indépendants** sont cependant très dépendants de la société pour obtenir l'information nécessaire à l'exercice de son contrôle : influence de l'évolution du cours de la bourse, indicateur de la performance des entreprises (R. Gilson et J. Gordon, *Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer Public Companies*, 2020)

Problèmes : **accroissement de la taille et du niveau de complexité des très grandes entreprises cotées** et problème de crédibilité de sa supervision lorsque le cours de bourse ne reflète pas les véritables perspectives de la société (= le marché intègre mal l'information ou l'information, en particulier sur la concurrence, n'est pas complètement disponible).

PARTIE III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

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 III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

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 III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

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 III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

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

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 III : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

Modèle fondé sur l'information et la coopération (6)

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)