



# REVUE DES SOCIÉTÉS

## JURISPRUDENCE

### Sociétés en général

Devoir de mise en garde du dirigeant caution  
Com. 27 novembre 2012,  
note Isabelle Riassetto

p. 423

### Sociétés à responsabilité limitée

Révocation du gérant par décision de l'associé majoritaire  
Com. 12 février 2013,  
note Bernard Saintourens

p. 426

### Sociétés par actions simplifiées

Liberté statutaire :  
SAS « de moyens » et contribution aux pertes  
Com. 18 décembre 2012,  
note Jean-François Barbiéri

p. 433

### Sociétés civiles

Le monde impitoyable des sociétés civiles familiales  
Com. 15 janvier 2013,  
note Arnaud Reygobellet

p. 440

### Droit fiscal des sociétés

Visites domiciliaires et *cloud computing*  
Com. 26 février 2013,  
note Delphine Ravon

p. 445

Juillet-Août 2013 - n° 7-8

## DOSSIER

### Réflexions collectives sur le nouveau plan d'action en droit européen des sociétés

Pierre-Henri Conac, Bénédicte François,  
Benoît Lecourt, Hervé Le Nabasque,  
Gilbert Parleani, Dominique Schmidt  
et Isabelle Urbain-Parleani

p. 391

### Chronique de droit des marchés financiers

Philippe Didier, Pierre-Henri Conac,  
Hervé Le Nabasque, Bénédicte François p. 451

DAUZOZ

matière fort exposée aux conflits d'intérêts. La publication ne doit pas avoir pour seul objectif de présenter des comptes dépourvus d'anomalies significatives, elle doit aussi permettre aux investisseurs de porter un jugement sur la qualité de la gestion. Les investisseurs, et plus généralement les personnes en relation avec la société, doivent être mis en mesure de savoir si les dirigeants et les principaux actionnaires qui réalisent des transactions soit directement avec la société, soit indirectement par le biais de sociétés dans lesquelles ils sont intéressés, recherchent la satisfaction des intérêts de la société.

## L'amélioration des règles applicables aux conseillers en vote (*proxy advisors*)

Pierre-Henri Conac

Professeur à l'Université du Luxembourg

Le plan d'action prévoit que « la Commission réfléchira en 2013 à une initiative, qui pourrait s'inscrire dans le cadre de la révision de la directive sur les droits des actionnaires, pour améliorer les règles applicables aux conseillers en vote en matière de transparence et de conflits d'intérêts »<sup>1</sup>.

Les agences de conseils en vote (*proxy advisors*) ont pris une importance considérable en quelques années. Leur développement rapide résulte de l'internationalisation de l'actionnariat et de l'incitation pour les investisseurs institutionnels à exercer leur droit de vote afin de promouvoir le gouvernement d'entreprise (*corporate governance*).

Dans le cadre du Livre vert sur « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », la Commission avait interrogé le public pour savoir s'il convenait d'imposer « aux *proxy advisors* d'être plus transparents, par exemple sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et/ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite » et dans l'affirmative, quelle devrait être la meilleure manière de procéder<sup>2</sup>. Pour sa part, l'autorité boursière européenne, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) a publié en mars 2012 un document de réflexion très détaillé sur les agences de conseil en vote où elle envisageait plusieurs approches, allant du *statu quo* accompagné de mesures d'autodiscipline à l'adoption par le législateur européen d'instruments contraignants ou quasi contraignants<sup>3</sup>.

En effet, des craintes se sont exprimées, notamment en France, à l'égard de leur influence et des risques liés à la pratique éventuelle de la délégation « mécanique » du droit de vote. Ainsi, le rapport Mansion de 2005 « pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des action-

Lorsque ce préalable de la publication de l'intégralité des transactions avec les parties liées sera réalisé, il sera possible de mettre en place des garde-fous et des mesures de contrôle. À cet égard, on pourra s'inspirer notamment du rapport précité du Forum recommandant de soumettre les opérations les plus importantes soit à une approbation de l'assemblée générale des actionnaires, soit à une attestation de l'auditeur confirmant que celles-ci sont dans l'intérêt des actionnaires.

naires en France » recommandait un encadrement de leur activité<sup>4</sup>. Le Livre vert note ainsi que « les investisseurs et les sociétés détenues ont exprimé des préoccupations quant au fait que les *proxy advisors* ne sont pas toujours suffisamment transparents quant aux méthodes adoptées pour élaborer leurs conseils. Plus spécifiquement, il a été avancé que la méthode analytique ne prendrait pas en considération les caractéristiques spécifiques des sociétés, les caractéristiques des législations nationales et les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise ».

En fait, le rôle des agences, surtout lorsqu'ils conseillent de voter contre une résolution proposée par la société, semble susciter une irritation au sein de certains conseils d'administration en Europe. En effet, il semble que leurs avis aient une influence importante sur le vote de leurs clients ou du moins qu'il existe une corrélation<sup>5</sup>. Le fait que les pouvoirs des actionnaires en matière de rémunération soient en cours de renforcement constitue un élément d'inquiétude supplémentaire car les agences sont actives sur ce sujet. D'ailleurs, les critiques émanent surtout des émetteurs et non pas des personnes qui recourent aux services des agences, ce qui doit inciter à la prudence.

Les réponses au Livre vert ont montré effectivement qu'une très large majorité des personnes consultées estiment que les agences devraient être plus transparentes.

En réalité, les agences de conseil en vote exercent une influence positive en matière de gouvernement d'entreprise et leur action ne doit pas être contrariée, bien au contraire. Toutefois, un certain niveau de réglementation est sans doute souhaitable, au moins par prudence. Une approche européenne est alors préférable à une approche purement nationale car l'activité des agences est par nature transfrontalière. Toutefois, l'adoption

(1) Sur cette question V. P-H. Conac et I. Urbain-Parleani, L'encadrement de l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*), *Mélanges Bissara*, ed. L'harmattan, 2013, p. 127.

(2) Livre vert sur Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, Bruxelles, le 5 avr. 2011, COM(2011) 164 final, p. 17.

(3) *Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, 22 March 2012, ESMA/2012/212.

(4) Groupe de travail présidé par Yves Mansion, Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, 2005.

(5) The Conference Board, NASDAQ, and Stanford Rock Center for Corporate Governance, « The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations on Say-on-Pay Votes and Executive Compensation Decisions » (March 2012), [www.gsb.stanford.edu/cldr/research/surveys/proxy.html](http://www.gsb.stanford.edu/cldr/research/surveys/proxy.html).

d'une réglementation contraignante au niveau européen n'est pas souhaitable.

Le groupe des parties intéressées au secteur financier (SMSG) de l'ESMA, dans son avis d'avril 2012, avait suggéré que l'ESMA adopte, au moyen d'orientations (*Guidelines*) un code de conduite au niveau européen prévoyant des obligations minimales que les autorités compétentes nationales devraient appliquer<sup>6</sup>. Au terme de son analyse, l'ESMA a estimé en février 2013, après la publication du plan d'action, qu'il n'y avait pas de preuve d'une défaillance des agences et a demandé aux agences de développer un code de conduite<sup>7</sup>. Le souhait de l'AMF de voir cette question traitée au niveau européen est donc exaucé<sup>8</sup>.

(6) ESMA's Discussion Paper on Proxy Advisors – Opinion of the SMSG, 26 avr. 2012, ESMA/2012/SMSG/25.

(7) V. Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, European Securities and Markets Authority, 19 févr. 2013. [www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf).

Cette approche a été saluée par un commissaire de l'autorité boursière américaine (*Securities and Exchange Commission* ou SEC) qui cite ce code en exemple<sup>9</sup>. Un tel code pourrait effectivement servir de modèle à une approche internationale au moyen de standards de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV/IOSCO).

Bien qu'elle ait noté qu'elle pourrait s'inspirer des résultats de cet échange pour mettre en place un cadre opérationnel cohérent et efficace pour les conseillers en vote, il est donc possible et souhaitable que la Commission se contente de ce code de conduite.

## La clarification de l'articulation entre la coopération des investisseurs sur les questions de gouvernance d'entreprise et la notion d'action « concertée »

Dominique Schmidt

*Agrégé des facultés de droit, Avocat au barreau de Paris*

La Commission travaille à l'élaboration d'orientations à l'effet de clarifier l'articulation entre la coopération des investisseurs sur les questions de gouvernement d'entreprise et la notion d'action concertée. La Commission émet l'opinion que « en l'absence d'une telle clarification, les actionnaires pourraient éviter de coopérer les uns avec les autres, ce qui pourrait compromettre les possibilités d'implication sur le long terme de l'actionnariat et d'exercice effectif par ce dernier d'un droit de regard sur le conseil d'administration ». Selon la Commission, les actionnaires seraient réticents à coopérer en raison du manque de sécurité juridique créé par les textes relatifs à l'action de concert; ce manque les exposeraient au « risque de conséquences juridiques inattendues ». Le plan d'action projette, par la clarification de l'articulation évoquée ci-dessus, de renforcer la sécurité juridique des investisseurs qui coopèrent sur les questions de gouvernement de l'entreprise dans laquelle ils ont investi.

Pour atteindre cet objectif, la Commission ainsi que le Parlement européen<sup>1</sup> appellent à une « clarification de la notion d'action concertée ». Cependant, il n'apparaît pas que cette notion manque de clarté en droit européen (1) ni que ce droit expose les investisseurs qui coopèrent sur les questions de gouvernance de la société à des conséquences juridiques inattendues (2). L'insécurité provient des législations et jurisprudences nationales (3), ce qui conduit à proposer des solutions au niveau européen (4).

(1) Résolution n° 39 du Parlement européen du 29 mars 2012 sur un cadre de gouvernance d'entreprise pour les sociétés européennes (2011/2181/INI): « Il est nécessaire de définir clairement la notion d'action concertée ».

1. La notion d'action concertée est claire: agir de concert, c'est agir d'un commun accord dans le but convenu. D'autres mots peuvent être choisis pour énoncer cette définition, mais ils n'en changeront pas le sens fondamental: deux ou plusieurs personnes agissent de concert non par hasard ou par mimétisme, mais en raison d'un accord qu'elles ont trouvé; et si elles se sont accordées, c'est pour atteindre le but qu'elles se sont fixé. La question est alors de déterminer si cette action concertée peut produire des conséquences juridiques que les concertistes n'attendent pas.

Le droit européen des affaires ne contient aucune disposition générale sur l'action de concert et ses éventuelles conséquences. Il ne traite que de deux actions de concert caractérisées par les moyens d'action utilisés par les concertistes et par le but qu'ils poursuivent.

a) La directive n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004, sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (ci-après: la Directive « Transparence »), impose en son article 9 la notification de l'acquisition ou de la cession de participations importantes et ajoute en son article 10 que l'obligation de notification s'applique également à la personne qui est en droit d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote lorsque « les droits de vote sont détenus par un tiers avec qui cette personne a conclu un accord qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable en ce qui concerne la gestion de la société en question ». Selon ce dernier texte, l'action de concert a pour