

**Novembre  
2017**

# **Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises**

**Contribution de l'Afep, de l'Ansa et du Medef  
sur les aspects de droit des sociétés**





La consultation sur le plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises envisage plusieurs thèmes qui ont trait au droit français des sociétés, sur lesquels l'Afep, l'Ansa et le Medef souhaitent apporter la contribution commune ci-dessous, outre les contributions séparées qu'ils peuvent ou pourront faire sur d'autres thématiques.

L'attention croissante portée à l'engagement sociétal des entreprises et au rôle que celles-ci devraient tenir au sein de la société a conduit certains acteurs à proposer une redéfinition du contrat de société et de l'intérêt social. Cette approche ignore les dispositions législatives qui assurent déjà la prise en compte des attentes des différentes parties prenantes des sociétés dans le cadre de l'exercice de leur activité et les démarches volontaires entreprises en ce sens par ces dernières. Non seulement elle n'est pas nécessaire pour répondre aux attentes des parties prenantes, mais elle est porteuse de nombreux dangers, alors que des voies alternatives, telles que la promotion de nouvelles formes sociales, pourraient plus opportunément être explorées (**fiche 1**).

Nous constatons en revanche que certaines des dispositions législatives en vigueur qui traduisent le souci de promouvoir l'engagement sociétal des entreprises, en particulier en ce qui concerne les obligations d'information extra-financière et les exigences de conformité en matière sociale, environnementale, de protection des droits de l'homme et de lutte contre la corruption ont donné lieu à une superposition de dispositifs, sans cohérence d'ensemble, et par conséquent dépourvus de lisibilité tant pour les entreprises que pour leurs parties prenantes et d'une mise en œuvre difficile et coûteuse pour les entreprises. La priorité devrait donc être donnée à l'amélioration de la cohérence de ces dispositifs, afin de permettre en particulier l'élaboration d'une information lisible et pertinente, qui est seule de nature à favoriser le dialogue entre les entreprises et leurs différentes parties prenantes et l'intégration des attentes de ces dernières (**fiche 2**).

La gouvernance des entreprises françaises, qui a fait l'objet de nombreuses initiatives ces dernières années, allie désormais un cadre législatif mature, exempt de failles significatives qui justifieraient sa remise en cause (sous réserve de son alignement sur la directive révisée sur les droits des actionnaires en ce qui concerne les modalités du vote sur les rémunérations), et une régulation professionnelle concertée qui a fait la preuve de son efficacité. Le droit français des sociétés repose en effet sur une répartition institutionnelle des pouvoirs qui assure à l'assemblée générale un rôle décisionnel important dont elle ne dispose généralement pas dans les autres systèmes juridiques et confère aux actionnaires, notamment minoritaires, de nombreuses mesures de protection. Il ne paraît pas souhaitable d'aller au-delà (**fiche 3**). L'efficacité de la régulation professionnelle concertée, récemment renforcée par les révisions du code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise et le rôle accru du Haut comité de gouvernement d'entreprise, est prouvée et doit encourager la promotion et le développement de ce mode de régulation, non seulement pour les sociétés, mais également pour les investisseurs ou les agences de conseil en vote (**fiche 4**).

Sans remettre en cause cet équilibre structurel du droit français des sociétés, qui doit être préservé, des modifications législatives ciblées viendraient opportunément lever certaines contraintes qui freinent le développement de l'association des salariés au capital de leur entreprise, comme les modalités de calcul du plafond de 10 % applicables aux attributions gratuites d'actions, et supprimer les obligations inutiles relatives aux propositions obligations d'augmentations de capital réservées et à l'information préalable en cas de cession d'un fonds de commerce ou d'une participation majoritaire. Dans la même perspective, l'adoption de quelques mesures concrètes encouragerait l'investissement dans les entreprises en améliorant le dispositif de rachat des actions non cotées et des actions de préférence, et faciliterait l'obtention de marchés à l'étranger en simplifiant le dispositif actuel d'octroi de garanties dans les groupes de sociétés (**fiche 5**). **Au-delà de ces améliorations qui nous paraissent prioritaires, d'autres mesures ponctuelles de simplification et de modernisation seraient susceptibles de faciliter l'organisation de la vie sociétaire et l'exercice de l'activité sociale : les propositions formulées en ce sens par nos organisations dans leur rapport commun d'octobre 2015, dont certaines ont d'ores et déjà été introduites dans le code de commerce, font l'objet d'un travail d'actualisation, et seront transmises en complément de la présente contribution.**

- Fiche 1.- Redéfinir le contrat de société en vue d'associer plus étroitement les parties prenantes au projet d'entreprise : une proposition risquée à l'utilité non démontrée
- Fiche 2.- Garantir la cohérence et la proportionnalité des exigences de conformité et de transparence afin d'assurer un dialogue efficient avec les parties prenantes
- Fiche 3.- Préserver le système français de protection des actionnaires et aligner le dispositif de vote de l'assemblée générale sur les rémunérations des dirigeants sur celui prévu par la directive sur les droits des actionnaires
- Fiche 4.- Promouvoir la régulation professionnelle concertée en matière de gouvernance
- Fiche 5.- Modifier en priorité certaines dispositions de droit des sociétés sur les points suivants :
  - association des salariés au capital de leur entreprise
  - financement des entreprises

## **Fiche 1.- Redéfinir le contrat de société en vue d'associer plus étroitement les parties prenantes au projet d'entreprise : une proposition risquée à l'utilité non démontrée**

Le débat sur une formalisation de l'association des parties prenantes à la gouvernance des entreprises a été ouvert en France par le rapport Attali en 2008. Il s'est traduit plus récemment par des propositions de modifications de la définition du contrat de société dans le code civil :

- en 2015, lors des débats sur le projet de loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances, au travers d'un amendement qui n'a finalement pas été adopté. Il s'agissait alors d'ajouter à l'article 1833 du Code civil une disposition selon laquelle la société « *doit être gérée au mieux de son intérêt supérieur, dans le respect de l'intérêt général économique, social et environnemental* » ;
- en novembre 2016, avec la publication dans le quotidien Le Monde d'un appel collectif de personnalités.

Dans ce plaidoyer « Pour une économie de marché responsable », les signataires ont proposé de modifier les articles 1832 et 1833 du code civil, comme suit :

Article 1832, « *La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent d'affecter des actifs, sous la forme d'apports en numéraire, en nature ou en industrie, à une entreprise commune en vue de développer un projet d'entreprise et de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie susceptible d'en résulter.* »

Article 1833, « *Toute société doit avoir un projet d'entreprise licite et être gérée dans l'intérêt commun des associés et des tiers prenant part, en qualité de salariés, de collaborateurs, de donneurs de crédit, de fournisseurs, de clients ou autrement, au développement de l'entreprise qui doit être réalisé dans des conditions compatibles avec l'accroissement ou la préservation des biens communs.* »

Aujourd'hui, la question est à nouveau posée dans le cadre des consultations engagées par le gouvernement sur le Plan d'action pour la croissance et l'investissement des entreprises.

**L'Afep, l'Ansa et le Medef partagent la conviction qu'une réforme du code civil du type de celles rappelées ci-dessus serait source de risques majeurs pour les entreprises françaises sans bénéfice démontré pour les parties prenantes alors que l'utilité de cette réforme n'est pas démontrée et qu'elle n'a en outre pas d'équivalent en droit comparé. En tout état de cause le droit français et la pratique des entreprises n'ont pas attendu ce débat pour mieux prendre en compte l'intérêt des parties prenantes. Pour toutes ces raisons, il convient de se tourner vers d'autres solutions.**

## **Des propositions sources de risques majeurs pour les entreprises**

Les propositions de réforme du code civil, destinées à préciser que les sociétés ont une finalité qui transcende la satisfaction de l'intérêt pécuniaire des associés, soit en assimilant l'intérêt social à l'intérêt général, soit en le définissant comme la somme de l'intérêt des différentes parties prenantes, exposent les entreprises et leurs actionnaires aux risques suivants :

- absence de garantie, pour les actionnaires, de voir leur intérêt commun réellement pris en compte dans la conduite des affaires sociales dès lors que celui-ci serait mis sur le même pied que les intérêts des autres parties prenantes ;
- absence de critères pour identifier les parties prenantes et hiérarchiser leurs intérêts potentiellement contradictoires ;
- risque de voir désignés comme parties prenantes des acteurs non représentatifs, dont certains ne sont pas même soumis à des obligations de transparence, notamment sur leur financement ;
- risque de contentieux : l'obligation juridique pour les organes dirigeants de la société de prendre en compte les intérêts, souvent contradictoires, des parties prenantes, pourrait nourrir un contentieux pléthorique ;
- grande difficulté pour concevoir un contrôle des décisions de gestion : la satisfaction de l'intérêt d'une catégorie de parties prenantes pouvant toujours justifier la non-satisfaction des intérêts d'une autre catégorie, les décisions pourraient de ce fait s'avérer incontrôlables, sauf à ce que le juge substitue sa propre conception de la pondération des intérêts en présence à celle des dirigeants et qu'il s'immisce, ce faisant, dans la gestion de l'entreprise, ce qui ne relève pas de sa compétence.

En tout état de cause, ceci conduirait à transférer certaines missions de l'État aux entreprises privées. En outre, les actionnaires seraient fondés à penser que leurs intérêts pourraient être mis en balance avec d'autres, voire érudés au nom d'un intérêt supérieur, et il est probable qu'ils subordonneraient leurs apports à une rémunération plus élevée. On assisterait par conséquent à un renchérissement du coût du capital qui nuirait à toutes les parties prenantes.

Enfin, ces propositions assimilent à tort entreprise et société, alors que toute entreprise ne prend pas nécessairement la forme juridique d'une société et que toute société ne constitue pas nécessairement une entreprise (sociétés civiles patrimoniales etc.).

## **Des propositions à l'utilité non démontrée**

L'utilité des propositions de réforme envisagées en introduction n'est nullement démontrée.

En l'absence de définition légale, la notion d'intérêt social s'est développée en jurisprudence de manière pragmatique. Ainsi, la notion se présente-t-elle comme un standard flexible, un guide qui impose aux organes de la société d'agir dans le respect des éléments fondamentaux de la société : selon la règle applicable, la jurisprudence privilégie soit la notion d'intérêt commun des associés soit celle d'intérêt supérieur de la société. Cette approche a permis jusqu'à présent un bon fonctionnement des sociétés. L'intérêt d'introduire dans la loi une définition spécifique de l'intérêt social n'est dès lors pas évident et ne pourrait se justifier que si l'on en retirait un surcroît de clarté. De plus, il faudrait veiller à ce qu'une telle définition

soit conçue de façon à être également applicable tant en droit civil (mise en cause de la responsabilité des dirigeants, abus de majorité ou de minorité...) qu'en droit pénal (abus de biens sociaux). Or, force est de constater que les définitions alternatives jusqu'ici proposées ne remplissent pas ces exigences, du fait des risques auxquels elles exposent les sociétés, les dirigeants et les actionnaires (v. *supra*).

**Tant qu'aucun diagnostic précis des problèmes à résoudre n'aura été réalisé, tant qu'il n'aura pas été démontré que la définition du contrat de société et la conception de l'intérêt social consacrée par la jurisprudence actuelle vont à l'encontre d'une économie de marché responsable et qu'une évaluation des conséquences juridiques de la réforme sur la responsabilité des dirigeants et actionnaires n'aura pas été réalisée, il sera déraisonnable d'inscrire dans le droit commun des sociétés une définition du contrat de société et du contenu de l'intérêt social venant contrarier la vocation lucrative des sociétés commerciales ou la place privilégiée reconnue aux actionnaires dans leur gouvernance.** D'autant plus qu'une telle réforme, du fait de son positionnement dans le code civil, affecterait toutes les sociétés, qu'elles soient civiles ou commerciales, et ce quelle que soit leur taille (grandes entreprises, ETI, PME) ou leur activité (sociétés holdings, sociétés industrielles et commerciales, sociétés patrimoniales).

### **Des propositions sans équivalent en droit comparé**

La volonté des promoteurs de l'inscription du projet d'entreprise dans le long terme n'a pas lieu de se traduire par une remise en cause de la finalité essentiellement lucrative de la société commerciale ou encore par la dégradation de la position des actionnaires dans la gouvernance.

Il n'y a pas, à notre connaissance, d'exemples de pays qui ait retenu une telle approche pour l'ensemble des sociétés.

Les exemples étrangers d'une prise en compte des parties prenantes dans l'objet social de l'entreprise reposent sur une démarche volontaire, soit des actionnaires qui adoptent une modification des statuts (droit belge), soit des entrepreneurs qui choisissent une forme sociale qui permette de mieux associer but lucratif et intérêt général (certains États américains notamment, v. *infra*).

Quant au Royaume-Uni, le *UK Company Act* de 2006 dispose dans sa section 172 que le mandataire d'une société doit, de bonne foi, contribuer au succès de la société pour le bénéfice de ses associés et, dans le cadre de cette obligation fiduciaire, prendre en compte le développement des relations avec les fournisseurs, les clients et d'autres parties prenantes et l'impact des opérations de l'entreprise sur la communauté et l'environnement. Ainsi, les dirigeants sont clairement fondés à prendre en compte l'intérêt des parties prenantes autres que les actionnaires, mais dans la limite de ce qui s'avère compatible avec l'intérêt des actionnaires à long terme. Le premier devoir des mandataires consiste donc à agir pour le bénéfice des associés et non dans l'intérêt commun de toutes les parties prenantes placées sur un pied d'égalité, comme cela est aujourd'hui proposé en France. Afin de conforter la prise en compte de l'intérêt des autres parties prenantes, le gouvernement britannique envisage aujourd'hui d'imposer une obligation de *reporting* sur la manière dont les dirigeants ont pris en compte l'intérêt des parties prenantes. Ces modifications pourraient en outre être accompagnées d'une modification du code de gouvernement d'entreprise afin d'inviter les

sociétés à associer davantage les parties prenantes, en leur laissant le choix du mode et du degré d'association.

**Des propositions qui ne tiennent pas compte des réponses que le droit français et la pratique des entreprises apportent déjà à des préoccupations légitimes :**

• **La loi**

La loi française prend déjà largement en compte les intérêts des salariés et des autres parties prenantes :

- **tant au travers d'obligations d'information et/ou consultation des salariés**, voire de mise en place de groupes de négociation à de nombreux moments de la vie des entreprises et notamment en cas de fusion, d'offres publiques...
- **qu'au travers de l'association des salariés :**
  - **aux résultats** de l'entreprise par des dispositifs d'épargne salariale constitués de l'intéressement, de la participation, du plan d'épargne entreprise (PPE) et du plan d'épargne retraite collectif (PERCO)
  - **ou à la gouvernance** de la société par la présence de représentant de salariés ou de salariés actionnaires dans les conseils.

Plus largement, les obligations en matière de responsabilité sociale et environnementale -RSE- et les nouvelles obligations de *reporting* extra-financier conduisent nécessairement les entreprises à prendre en compte les dimensions sociale, environnementale et, pour les sociétés cotées et assimilées, les effets de leur activité quant au respect des droits de l'homme et à la lutte contre la corruption<sup>1</sup>. Il en va de même des nouvelles obligations de conformité dans ces mêmes domaines (loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre<sup>2</sup>, dispositif de prévention de la corruption prévu par la loi Sapin II<sup>3</sup>). Nous ne contestons pas au demeurant les objectifs poursuivis par ces obligations, mais leurs incohérences, leur caractère excessif et la simultanéité de leur entrée en vigueur (cf. fiche 2).

**Le droit français prend ainsi en compte les différentes parties prenantes de manière distincte selon leur qualité. L'association des salariés à la gouvernance trouve sa justification dans la place particulière qu'ils occupent dans le projet d'entreprise, et que ne peuvent revendiquer les autres parties prenantes, dont la représentation au sein des conseils soulèverait d'ailleurs des difficultés en termes de conflits d'intérêts et de confidentialité.**

---

<sup>1</sup> Ordonnance n°2017-1180 du 19 juillet 2017 et décret n°2017-1265 du 9 août 2017 relatifs à la publication d'informations non financières. Sur ce dispositif, voir fiche n°2.

<sup>2</sup> Loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre.

<sup>3</sup> Article 17 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

## • Les pratiques des entreprises

Convaincues qu'il en va de leur intérêt, les entreprises françaises n'ont pas attendu ce débat pour :

- s'efforcer de mieux prendre en compte les attentes des parties prenantes. À titre d'illustration, une méthode efficace utilisée par la plupart des grandes entreprises consiste à élaborer une « *matrice de matérialité* » c'est-à-dire un outil qui croise les attentes des parties prenantes avec les priorités stratégiques de l'entreprise. Cette analyse est conduite en étroite collaboration avec l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise et devient le fondement de l'engagement sociétal de cette dernière. Il en découle une meilleure anticipation des attentes des parties prenantes et un meilleur alignement de la politique RSE de l'entreprise avec ces dernières ;
- se mobiliser en faveur de l'intégration par l'entreprise de cette dimension RSE et ce quelle que soit la taille de l'entreprise (v. not. le [guide pratique du Medef](#) « Cap vers la RSE pour les TPE/PME : c'est possible ! » ; le [Guide de l'ORSE](#) « Engagement des entreprises avec leurs parties prenantes » (2010) ; le [Guide du Comité 21](#) « Principes directeurs pour un dialogue constructif avec les parties prenantes » et « Guide méthodologique pour un dialogue constructif avec les parties prenantes » » (2015) ; le [Guide de l'OCDE](#) sur le devoir de diligence pour un engagement constructif des parties prenantes dans le secteur extractif (2017)) ;
- lier la rémunération des dirigeants à des critères de performance extra-financière.

L'AMF dans son dernier rapport sur la RSE a reconnu les énormes progrès réalisés par les entreprises françaises en ce domaine et Vigeo Eiris, agence de notation sociétale, considère que les informations non financières publiées par les grandes entreprises françaises sont les plus complètes au monde (rapport de janvier 2017).

## Nos propositions pour offrir aux sociétés des formes additionnelles d'association des parties prenantes à leur gestion

Compte tenu de ce qui précède, les entreprises françaises sont défavorables à ce que le législateur aille au-delà de la solution consistant à offrir aux sociétés commerciales des formes additionnelles d'association des parties prenantes à leur gestion. Pour concrétiser une telle solution, il conviendrait :

- d'ajouter aux différentes formes sociales déjà à la disposition des entrepreneurs un nouveau type de sociétés dites de mission permettant de mieux associer but lucratif et intérêt général, sur le modèle de la Société à objet social étendu -SOSE<sup>4</sup>- ou des *Public Benefit Corporations* américaines, qui existent dans d'autres pays<sup>5</sup>.

Le principe consiste à fixer d'emblée dans les statuts une mission sociale, scientifique ou environnementale qui s'ajoute à la recherche du profit. Il s'agit de conférer ainsi plus de liberté aux dirigeants de sociétés pour engager des investissements

---

<sup>4</sup> V. Blanche Segrestin et Armand Hatchuel, Presse des Mines, 2015

<sup>5</sup> V. not. Les entreprises de missions, Prophyl, 2017

susceptibles de bénéficier avant tout aux salariés, aux clients ou à d'autres parties prenantes ;

- de lever les obstacles au développement des fondations actionnaires, qui peuvent être très utiles pour assurer la stabilité et la pérennité des entreprises, comme le montrent les exemples allemand ou danois<sup>6</sup>.

**En conclusion, nous estimons qu'une telle démarche doit nécessairement relever du droit souple ou d'options offertes par la loi car ce type d'engagement ne réussit que s'il est volontaire. La modification de la notion d'intérêt social dans le droit commun des sociétés doit en conséquence être exclue et il n'est pas davantage envisageable d'imposer la représentation des parties prenantes au sein des conseils au-delà de l'existant.**

---

<sup>6</sup> V. le rapport de l'IGF, « Le rôle économique des fondations », avril 2017.

## Fiche 2.- Garantir la cohérence et la proportionnalité des exigences de conformité et de transparence afin d'assurer un dialogue efficient avec les parties prenantes

Récemment, de nombreux textes ont accru considérablement les exigences de conformité et de *reporting* des sociétés. Certains ont une origine communautaire mais d'autres ont été adoptés à la seule initiative de la France. Pour s'en tenir aux textes les plus récents, on peut citer d'un côté la directive relative au *reporting* non financier des entreprises, la directive anti-blanchiment, le règlement sur la protection des données, le règlement sur les abus de marché, et de l'autre, la loi sur le devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre, la loi Sapin II qui oblige à mettre en place un plan anti-corruption, les dispositions sur les lanceurs d'alerte.

La France a certes « *historiquement joué un rôle décisif dans la reconnaissance du rôle des parties prenantes en conduisant l'Union européenne à adopter la directive 2014/95/UE relative à la responsabilité sociale des entreprises* »<sup>7</sup>. Cependant, son adoption aurait dû être l'occasion de remettre à plat notre dispositif de *reporting* pour se conformer strictement aux exigences communautaires. Or, il n'en a pas été ainsi. On peut prendre pour exemple les obligations de transparence sur la politique de diversité dans les conseils qui s'appliquent aux entreprises à partir de 250 salariés sans justification, l'ordonnance ayant retenu un seuil plus bas que celui de la directive sur l'information extra-financière fixé à 500 salariés. On peut citer également le choix d'inclure dans le champ des obligations sur le *reporting* extra-financier les sociétés non cotées (certes avec des seuils plus élevés que les seuils communautaires prévus pour les sociétés cotées), au seul prétexte de maintenir les obligations préexistantes issues du Grenelle II.

Plus grave encore est l'empilement des textes sans cohérence d'ensemble. On peut citer à cet égard l'ordonnance n°2017-1180 du 19 juillet 2017 de transposition de la directive sur l'information non financière et la loi n°2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre. Force est de constater que ces deux textes traitent des mêmes thèmes en retenant une approche par les risques mais avec des logiques différentes. Ainsi, dans le cadre de l'ordonnance, il s'agit d'une obligation de transparence sur les risques pertinents au regard de l'activité de l'entreprise, celle-ci devant décrire les procédures de diligence raisonnable mises en œuvre pour les gérer. Cette obligation bénéficie du principe « appliquer ou expliquer » et fait l'objet d'une vérification par un organisme tiers indépendant (OTI) accrédité. Dans le cadre de la loi sur le devoir de vigilance, les sociétés doivent établir et mettre en œuvre un plan portant sur tous les risques d'atteintes graves concernant l'ensemble de leur chaîne de valeur sur les thèmes largement couverts par l'ordonnance, mais sans l'application du principe « appliquer ou expliquer » et avec à la clé un régime de responsabilité civile lourd en cas de défaillance.

---

<sup>7</sup> Extrait de la note de cadrage « Partage de la valeur et engagement sociétal des entreprises »

En pratique, l'empilement de textes sur les mêmes sujets implique de devoir procéder à deux exercices de *reporting* qui ne sont pas de même nature. Il est certes prévu la possibilité dans la déclaration de performance extra-financière de renvoyer, le cas échéant, aux informations mentionnées dans le plan de vigilance, mais cela présente la difficulté de soumettre ces informations à la vérification par les OTI alors que cette vérification n'est pas prévue par la loi sur le devoir de vigilance.

Un autre exemple d'approche non coordonnée est directement issu des dispositions de la loi Sapin II et de la loi sur le devoir de vigilance relative à l'obligation de mettre en place des dispositifs d'alerte. Cette obligation figure dans plusieurs textes mais avec des terminologies différentes et, semble-t-il, un champ différent des personnes concernées, ce qui ne facilite guère l'exercice de conformité. C'est ainsi qu'aux termes de l'article 8 III de la loi Sapin II « *Des procédures appropriées de recueil des signalements émis par les membres de leur personnel ou par des collaborateurs extérieurs et occasionnels sont établies par les personnes morales de droit public ou de droit privé d'au moins cinquante salariés...* », tandis que l'article 17 de cette même loi impose l'obligation de mettre en place « *un dispositif d'alerte interne destiné à permettre le recueil des signalements émanant d'employés et relatifs à l'existence de conduites ou de situations contraires au code de conduite de la société* ». Quant à la loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères, elle impose la mise en place d'un mécanisme d'alerte « *et de recueil des signalements relatifs à l'existence ou à la réalisation des risques, établi en concertation avec les organisations syndicales représentatives de ladite société* », ce qui constitue une variante sans autre précision quant au champ des personnes concernées.

Compte tenu de la superposition non coordonnée des textes, source de multiples difficultés d'interprétation et d'application pour les entreprises, il est urgent de retravailler leur articulation et leur cohérence d'ensemble afin de simplifier l'exercice de conformité et de donner au marché non pas une information sans cesse plus volumineuse (car trop d'information tue l'information), mais une information lisible et pertinente adaptée à l'activité de la société et à son environnement.

Cet exercice nous semble répondre davantage aux attentes des parties prenantes, qui souhaitent échanger sur les situations ainsi identifiées comme les plus à risques et sur les mesures de vigilance à mettre en œuvre pour les atténuer, que l'approche consistant à modifier la définition du contrat de société ou la notion d'intérêt social dans le code civil (voir *supra* fiche 1 sur les inconvénients juridiques).

### **Fiche 3.- Préserver le système français de protection des actionnaires et aligner le dispositif de vote de l'assemblée générale sur les rémunérations des dirigeants sur celui prévu dans la directive sur les droits des actionnaires**

En droit français, l'assemblée générale est dotée d'un pouvoir de décision important.

Dans un souci de protection de l'épargne et des marchés financiers, l'organisation des assemblées et les droits des actionnaires – dont le droit de vote – sont encadrés par des dispositions législatives et réglementaires. Le rôle joué par l'assemblée générale et la protection des actionnaires – notamment des actionnaires minoritaires – sont un enjeu essentiel pour les sociétés cotées et non cotées.

#### **Le rôle prépondérant de l'assemblée générale**

Contrairement au droit américain ou au droit anglais, qui confèrent au conseil un rôle prééminent, l'assemblée générale occupe en droit français une place prépondérante. L'assemblée générale a deux fonctions essentielles : nommer et contrôler les organes de direction ; prendre les décisions les plus importantes pour les actionnaires. Elle est ainsi dotée de pouvoirs importants : nomination et révocation des membres du conseil, approbation des comptes et affectation du résultat, décision du rachat d'actions et du paiement du dividende en action si les statuts le prévoient, nomination des commissaires aux comptes, approbation des conventions réglementées, vote sur la rémunération des dirigeants et les indemnités ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de leurs fonctions ou postérieurement à celles-ci, les engagements de retraites à prestations définies des mandataires sociaux exécutifs, consentement des autorisations financières, *etc.* Ces pouvoirs étendus conjugués aux nombreux mécanismes de protection des actionnaires minoritaires placent l'assemblée générale comme l'organe majeur de la société.

En dehors des nouvelles compétences conférées à l'assemblée générale en matière de rémunération des dirigeants par la loi Sapin II, qui devraient être alignées sur le droit européen (*v. infra*), il n'est pas souhaitable de remettre en cause l'équilibre actuel des pouvoirs entre l'assemblée générale et le conseil, qui concilie les nécessités de la gestion et la protection des intérêts essentiels des actionnaires. Et ce d'autant moins que le capital des sociétés cotées est détenu à hauteur de 45% par des investisseurs institutionnels étrangers dont les décisions en assemblée générale se fondent essentiellement sur les recommandations des agences de conseil en vote (*proxy advisors*), ce qui aboutit à donner à ces agences un pouvoir disproportionné et non régulé dans les assemblées générales. Il est donc souhaitable que l'activité de ces agences soit encadrée (cf. fiche 4).

## **Le vote sur la rémunération des dirigeants : le mécanisme du Say on Pay**

La loi Sapin II a introduit un vote *ex ante* annuel et contraignant de l'assemblée générale sur la politique de rémunération des dirigeants des sociétés cotées et un vote *ex post* annuel et partiellement contraignant sur le rapport sur les rémunérations attribuées au titre de l'exercice antérieur. La directive du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (directive dite « droits des actionnaires ») a introduit un mécanisme de *say on pay* devant être transposé par les États membres d'ici le 10 juin 2019. Cette transposition nécessite des ajustements de certaines dispositions de la loi Sapin II qui sont plus exigeantes que celles de la directive :

### **• Champ d'application**

Les articles L.225-37-2 et L.225-82-2 du code de commerce visent « *les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé* » alors que la directive ne vise que les « *sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé* ».

**Dans un souci d'harmonisation et de non-surtransposition, il est proposé de restreindre le champ d'application du droit français en employant la terminologie utilisée par la directive (« actions » et non « titres ») pour exclure du champ d'application les sociétés dont seules des obligations sont cotées.**

### **• Vote ex ante**

Le droit français prévoit un vote *ex ante* au moins une fois par an alors que la directive prévoit un vote *ex ante* tous les quatre ans et lors de la modification de la politique de rémunération. Un vote annuel n'est pas adapté à une politique de rémunération qui s'inscrit normalement dans une perspective de moyen/long terme.

**Il est donc proposé d'aligner la périodicité du vote *ex ante* sur celle prévue par la directive « droits des actionnaires », rien n'empêchant une société de soumettre sa politique de rémunération plus fréquemment au vote des actionnaires.**

### **• Vote ex post**

Le droit français met en place un vote *ex post* contraignant en soumettant le versement des éléments variables et exceptionnels de la rémunération attribués au titre de l'exercice antérieur à l'approbation de l'assemblée générale, alors que celui de la directive n'est que consultatif. De plus, la conditionnalité du versement des éléments variables et exceptionnels imposée par la loi Sapin II est une spécificité française qui pose des problèmes d'attractivité pour les dirigeants notamment étrangers, puisqu'elle ouvre la voie à une remise en cause de la rémunération pourtant attribuée conformément à la politique approuvée par les actionnaires.

**Pour se conformer à la directive et dans un souci d'attractivité de notre droit, il est proposé de revenir sur le caractère contraignant du vote *ex post* prévu par la loi Sapin II.**

## La protection des actionnaires minoritaires

**Le droit français a été précurseur en matière de protection des actionnaires minoritaires, en instaurant un dispositif de prévention des conflits d'intérêts (régime des conventions réglementées) et en prévoyant de nombreux mécanismes de protection.**

D'une part, le régime des conventions réglementées a été instauré afin de prévenir les situations de conflit d'intérêts, tant dans les sociétés cotées que dans les sociétés non cotées. Une harmonisation au niveau européen était nécessaire mais les dispositifs à mettre en place doivent prendre en compte les particularités de chaque État membre. La directive « droits des actionnaires » instaure un dispositif de protection et de contrôle sur les transactions importantes avec les parties liées en veillant à laisser aux États membres les marges de manœuvre nécessaires. Si la transposition de cette directive ne devrait pas bouleverser le droit français des conventions réglementées, elle nécessite néanmoins une réflexion approfondie qui ne peut être improvisée et à laquelle nos organisations souhaitent contribuer.

D'autre part, la protection des actionnaires minoritaires en droit français est d'ores et déjà assurée par de nombreux mécanismes : mesure d'injonction judiciaire sous astreinte ou nomination d'un mandataire en cas de non-respect des obligations d'information par la société, administrateur représentant l'ensemble des actionnaires et ayant pour mission la protection de l'intérêt social, assemblée générale permettant à tous les actionnaires de s'exprimer et participer aux affaires sociales (droit d'ajouter des points et des projets de résolution à l'ordre du jour, questions écrites ou orales en assemblée générale, décision prise à la majorité qualifiée pour les décisions les plus importantes), et de contrôler la gestion de la société (révocation *ad nutum* des administrateurs, saisine du juge pour solliciter une expertise de gestion, ou pour demander la récusation pour justes motifs, ou la révocation pour faute du commissaire aux comptes), sanctions des abus de majorité, *etc.* La protection des actionnaires minoritaires serait d'autant plus renforcée si les modalités de rachat de leurs actions non cotées étaient assouplies (cf. fiche 5). Le droit français comprend par ailleurs des mesures spécifiques de protection en cas d'opérations significatives telles que les offres publiques ou les fusions, qui sont largement harmonisées au niveau européen.

**Nous considérons qu'il n'y a pas lieu de revoir la loi sur ce sujet et qu'il n'est pas non plus souhaitable de réduire les seuils de détention requis pour l'inscription de projets de résolutions et de points à l'ordre du jour des assemblées générales, en les divisant par deux comme le propose l'AMF (recommandation AMF 2012-05).** L'assemblée générale est certes le lieu de débat et d'échange entre les actionnaires et les dirigeants mais elle ne doit pas devenir un forum pour faire valoir des intérêts très minoritaires. Si le législateur a exigé des actionnaires la possession d'une certaine fraction du capital pour inscrire des points ou des projets de résolutions, c'est pour s'assurer que les points et les projets présentent un intérêt suffisant pour l'ensemble des actionnaires. Ce seuil de représentativité est donc un gage du sérieux de l'engagement des actionnaires dans la vie de la société et de bon déroulement des assemblées générales des grandes sociétés françaises qui sont des événements importants ; le risque d'un encombrement des ordres du jour des assemblées générales par des propositions peu sérieuses ou représentatives d'intérêts particuliers serait considérablement augmenté si les seuils venaient à être abaissés. Cette proposition, émise sans étude d'impact préalable et sans se poser la question de son éventuelle absence de cohérence avec le régime

des franchissements de seuils, n'apporte rien à la démocratie actionnariale. En effet, un actionnaire qui ne détient pas le montant du capital requis pour déposer un projet de résolution peut aisément contacter d'autres investisseurs mentionnés dans le document de référence de l'émetteur ou déclarés auprès de l'AMF dans le cadre des déclarations de franchissements de seuils. Bien au contraire, elle crée un affaiblissement supplémentaire pour les sociétés cotées dont l'actionnariat est dispersé, favorisant les actionnaires ayant des ambitions de profit à court terme au détriment des actionnaires établis privilégiant le dialogue avec la société et une vision de long terme.

Certains souhaiteraient faciliter les contentieux comme moyen de pression sur les dirigeants et les conseils, à l'instar de ce qui se passe aux États-Unis, notamment en important la procédure de *discovery* et en étendant l'action de groupe au droit des sociétés.

S'engager dans cette voie serait une erreur pour deux raisons. Si le droit américain facilite les contentieux contre les membres des *Boards*, c'est parce que ces derniers concentrent pratiquement tous les pouvoirs, ce qui n'est pas le cas en droit français. Ensuite, on connaît les dérives du système contentieux américain qui soustrait à l'économie des sommes faramineuses.

**Au demeurant, les investisseurs institutionnels estiment généralement que ce dispositif français de protection des actionnaires minoritaires est très satisfaisant.**

## Fiche 4.- Promouvoir la régulation professionnelle concertée en matière de gouvernance

L'Afep et le Medef ont mis en place un code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées qui a fait la preuve de son efficacité. Sous la pression des pairs, mais aussi des actionnaires, des investisseurs et de l'opinion publique, appuyés par l'AMF, on assiste depuis plusieurs années à une diversification des membres des conseils (profil, compétence, équilibre hommes/femmes...), à un abandon des mandats croisés, à un plus grand nombre de réunions du conseil et de séances des comités. La pratique des *executive sessions*, c'est-à-dire des réunions sans la présence des dirigeants mandataires sociaux exécutifs se développe ainsi que celle de l'évaluation individualisée des membres du conseil. Des administrateurs référents ont fait progressivement leur apparition dans les sociétés avec unicité des fonctions de président et de directeur général mais d'autres moyens peuvent également être utilisés pour assurer un équilibre des pouvoirs (renforcement de la proportion d'administrateurs indépendants, institution de comités du conseil, limitation des pouvoirs du directeur général...). S'agissant du nombre de mandats, il résulte des dernières statistiques issues du rapport du Haut comité de gouvernement d'entreprise, que 85,5 % des dirigeants exécutifs ont au plus un seul autre mandat dans des sociétés cotées extérieures au groupe. De son côté, l'AMF constate qu'en matière de rémunérations des dirigeants mandataires sociaux, les recommandations du code Afep-Medef comme celles de sa propre recommandation 2012-02 sont largement appliquées<sup>8</sup> et son dernier rapport souligne les progrès réalisés en matière de gouvernement d'entreprise grâce à la régulation professionnelle concertée.

**Cette régulation professionnelle est non seulement efficace mais offre des garanties.** Les normes de gouvernement d'entreprise, révisées régulièrement, sont élaborées de manière transparente avec la participation des parties prenantes dans le cadre de consultations publiques. Elles font l'objet d'un suivi et d'un contrôle par l'AMF et le Haut comité de gouvernement d'entreprise, qui publie chaque année un rapport sur l'application des règles de gouvernement d'entreprise au sein des sociétés du SBF 120.

Institué en 2013, le Haut comité de gouvernement d'entreprise<sup>9</sup> est devenu un acteur incontournable en matière de gouvernance. Il a pour missions d'assurer le suivi de l'application des principes du code Afep-Medef. À ce titre, il est régulièrement saisi par les conseils qui souhaitent recueillir un avis sur des dispositions ou l'interprétation du code ; à plusieurs reprises il s'est autosaisi pour inciter des entreprises à mieux justifier ou corriger des écarts par rapport à la règle du Code selon laquelle « *si une société décide de ne pas suivre les recommandations du Haut Comité, elle mentionne dans son rapport annuel l'avis de ce dernier et les raisons pour lesquelles elle aurait décidé de ne pas y donner suite* ». Il rend public en fin d'exercice un rapport d'activité. Cette année, le Haut comité a publié le nom de quelques

---

<sup>8</sup> Rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées de novembre 2016 p.5

<sup>9</sup> Le Haut comité de gouvernement d'entreprise est composé de 7 membres : 4 choisis parmi des personnalités compétentes, exerçant ou ayant exercé des fonctions exécutives dans des groupes de taille internationale, et 3 personnalités qualifiées représentant les investisseurs et/ou choisies pour leurs compétences en matière juridique et de déontologie.

sociétés qui ont persisté dans la non-application de cette règle, comme le fait chaque année l'AMF dans son rapport sur la gouvernance.

Comme tout instrument de droit souple, le code de gouvernement d'entreprise évolue afin de prendre en compte les nouvelles pratiques et attentes des investisseurs et du marché. Ainsi, par exemple, une réflexion nouvelle s'engage sur la question du dialogue des investisseurs avec des administrateurs qui se heurte principalement au souci de ne pas remettre en cause le caractère collégial du conseil. Le Haut comité, constatant le développement de cette pratique, a émis des recommandations dans son dernier rapport annuel. Même s'il est encore trop tôt pour déterminer si ce sujet devra faire l'objet de précisions dans le code Afep-Medef, notamment sur les conditions dans lesquelles ce dialogue doit s'exercer pour respecter le caractère collégial du conseil, le débat est maintenant ouvert pour comprendre les attentes des investisseurs et des émetteurs à travers ce dialogue direct.

**Ces avantages doivent inciter le législateur à éviter d'intervenir dans les domaines qui sont d'ores et déjà efficacement couverts par la régulation professionnelle concertée, ou qui sont susceptibles d'être mieux appréhendés par celle-ci que par des dispositions législatives.**

**Mais la régulation professionnelle concertée ne doit pas concerner que les émetteurs** : elle doit concerner aussi les investisseurs et les agences de conseil en vote. On peut regretter qu'il n'existe pas en France, l'obligation pour les investisseurs de se référer à un *Stewardship code* comme cela existe au Royaume-Uni. La transposition de la directive sur les droits des actionnaires qui impose des obligations de transparence sur la politique d'engagement des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs pourrait être l'occasion d'encourager une telle démarche. Dans la même veine, cette transposition doit être aussi l'occasion de renforcer l'encadrement des pratiques des agences de conseil en vote à travers notamment la révision de leur code de conduite qui doit être plus exigeant en particulier sur le sujet du dialogue avec les émetteurs et des conflits d'intérêts en cas de pluralité d'activités (conseil aux émetteurs, sollicitation de mandats, mise à disposition d'une plateforme de vote...). Cette régulation est d'autant plus importante que le capital des sociétés cotées françaises est détenu à plus de 45 % par des investisseurs institutionnels non-résidents qui, faute de temps ou de moyens dédiés pour analyser les résolutions, se réfèrent très largement aux recommandations de vote des *proxy advisors* pour déterminer le sens de leur vote. Ceci conduit à donner à ces agences un pouvoir d'influence très important alors même qu'elles ne supportent aucun risque économique sur les conséquences du vote exprimé puisqu'elles n'ont pas elles-mêmes investi dans les sociétés qu'elles analysent. Pour toutes ces raisons, il serait souhaitable, sur le modèle du Haut comité de gouvernement d'entreprise, qu'un *Monitoring Board* soit mis en place, qui serait chargé de contrôler l'application de leur code de conduite et pourrait être saisi ou s'autosaisir notamment sur des sujets de conflits d'intérêts avérés.

## Fiche 5.- Modifier en priorité certaines dispositions de droit des sociétés

Outre les modifications qu'il conviendrait d'apporter au dispositif de vote sur les rémunérations (v. fiche 3) et les travaux à engager afin d'assurer la cohérence des exigences de conformité et de transparence (v. fiche 2), quelques mesures ponctuelles, qui nous paraissent prioritaires, seraient susceptibles de favoriser le développement de l'association des salariés au projet d'entreprise et d'améliorer le financement des entreprises françaises.

### Association des salariés au projet d'entreprise

#### • Association des salariés à la gestion de l'entreprise

La loi relative à la sécurisation de l'emploi du 14 juin 2013 a instauré un nouveau régime de représentation des salariés au sein des conseils d'administration et de surveillance, afin de renforcer l'association des salariés à la gestion de l'entreprise en s'inspirant du modèle allemand. Ce dispositif a été revu par la loi relative au dialogue social et à l'emploi du 17 août 2015.

Dans ces conditions, il ne paraît pas raisonnable d'imposer aux entreprises une nouvelle modification des textes applicables alors que leur récente entrée en vigueur ne permet pas d'appréhender avec suffisamment de pertinence les effets de leur mise en œuvre sur l'association des salariés à l'adoption des décisions sociales et, plus généralement, sur le dialogue social au sein de l'entreprise.

On relèvera en outre que l'ordonnance du 22 septembre 2017 relative à la nouvelle organisation du dialogue social et économique dans l'entreprise et favorisant l'exercice et la valorisation des responsabilités syndicales a complété ce dispositif en prévoyant que l'accord qui institue le conseil d'entreprise doit fixer la liste des thèmes, tels que l'égalité professionnelle, soumis à l'avis conforme de cette instance, la formation constituant un thème obligatoire. Les conséquences pratiques de ces nouvelles dispositions doivent là encore pouvoir être mesurées avant que soit envisagée une modification des dispositifs français d'association des salariés à la gestion de leur entreprise.

#### • Association des salariés au capital de l'entreprise

Les dispositifs qui régissent actuellement l'association des salariés au capital de leur entreprise mériteraient d'être améliorés en supprimant certaines contraintes, dont on a constaté qu'elles ne favorisaient en rien l'actionnariat salarié, et en rendant plus performants les mécanismes qui ont fait la preuve de leur utilité.

### **Suppression des contraintes sans effets positifs sur l'association des salariés au capital**

Deux dispositifs font peser de lourdes contraintes sur les entreprises sans que leur mise en œuvre conduise à un développement de l'association des salariés au capital de leur entreprise :

- **Information des salariés en cas de cession du fonds de commerce ou d'une participation majoritaire.** Le dispositif introduit par la loi du 31 juillet 2014 impose un

ensemble de formalités complexes, qui perturbent le processus de cession en le privant de confidentialité, alors qu'elles n'ont pas abouti, en pratique, à une plus grande association des salariés au capital des entreprises. Il ne semble pas en effet que cette procédure ait favorisé des reprises effectives de leur entreprise par les salariés.

Il conviendrait donc d'abroger ce dispositif complexe et inutile (*abrogation des articles L. 141-23 à L. 141-32 et L. 23-10-1 à L. 23-10-12 du code de commerce*).

- **Augmentations de capital réservées aux salariés.** L'obligation qui est faite à toutes les sociétés anonymes de présenter lors de chaque augmentation de capital en numéraire et tous les trois ans un projet de résolution tendant à réaliser une augmentation de capital réservée aux salariés, qui a été rendu de plus en plus complexe au gré des réformes successives (introduction de cas de dérogation et d'un délai conditionnel de cinq ans), n'a aucun effet sur l'actionnariat salarié. Le développement de l'actionnariat salarié tient au choix de la société et ne peut résulter de telles obligations légales, ce dont atteste le fait que ces projets de résolutions sont systématiquement rejetés.

Il conviendrait donc de supprimer ces contraintes inutiles (*abrogation de l'article L. 225-129-6 du code de commerce*).

### **Encouragement du recours au dispositif des attributions gratuites d'actions (AGA) qui a fait la preuve de son efficacité**

Les sociétés qui entendent développer l'association des salariés à leur capital recourent aux attributions gratuites d'actions, qu'il convient donc de favoriser. Or, tel qu'il résulte des textes actuels, le régime des attributions gratuites d'actions soulève une difficulté majeure, puisque les sociétés dépassant les seuils définissant la PME au sens communautaire (définition stricte) et ayant de manière récurrente, depuis l'instauration des AGA, effectué de telles attributions se trouvent empêchées de procéder à de nouvelles attributions par le plafond de 10 % qui tient compte de toutes les actions attribuées, y compris lorsqu'elles n'ont finalement pas été acquises par leurs bénéficiaires ou lorsqu'elles ne sont plus soumises à l'obligation de conservation (il s'agit alors d'actions « ordinaires »), alors qu'en matière d'options, le plafond d'attribution fixée par la loi ne vise que les options non encore exercées. Cette restriction à la mise en œuvre de plans d'attributions gratuites d'actions ne concerne certes qu'un petit nombre de grandes capitalisations boursières, mais plus souvent des sociétés cotées de taille plus limitée et des sociétés non cotées. Il est donc nécessaire d'exclure ces deux catégories d'actions du nombre pris en compte pour apprécier le plafond de 10 %, afin de permettre aux sociétés de continuer de développer leur politique d'association des salariés au capital (v. *la proposition de modification de l'article L. 225-197-1 du code de commerce dans le rapport commun Afep Ansa Medef « Modernisation et simplification du droit des sociétés » mis à jour en novembre 2017*).

### **Financement des entreprises**

#### **• Autorisation des cautions, avals et garanties dans les groupes de sociétés**

Les marchés à l'étranger sont de plus en plus fréquemment passés dans le cadre d'appels d'offres internationaux, dont les cahiers des charges comportent des engagements peu

négociables pour certains, au nombre desquels les garanties exigées de la société mère de l'entreprise soumissionnaire. Dans ce cadre, une garantie de la maison-mère dé plafonnée pour couvrir les obligations de filiales est généralement demandée et ce, dès le stade de la réponse à l'appel d'offres, même si elle ne devient effective qu'à la date de signature du contrat. Le régime français actuel requérant une autorisation préalable plafonnée du conseil d'administration, la réponse à de tel appels d'offres implique de réunir le conseil en urgence à cette seule fin. Or la globalisation de l'économie, et par conséquent le nombre de projets auxquels les entreprises, notamment les grandes entreprises industrielles, doivent répondre face à leurs concurrents étrangers qui ne sont pas soumis à cette contrainte, nécessitent une très forte réactivité dans des délais toujours plus courts. Compte tenu de ces éléments, le dispositif existant devrait être aménagé pour prévoir une exception à l'obligation d'autorisation préalable plafonnée du conseil chaque fois que la garantie est consentie pour les engagements d'une société contrôlée. La loi devrait ainsi prévoir qu'une autorisation du conseil au directeur général ou au directoire pourrait être donnée sans limitation de montant pour les engagements pris par les filiales contrôlées, étant précisé qu'une disposition réglementaire imposerait de rendre compte au conseil de l'utilisation de cette autorisation chaque année et au plus tard à l'expiration de la durée de celle-ci (v. *la proposition de modification des articles L. 225-35 et R. 225-28 du code de commerce dans le rapport commun Afep Ansa Medef « Modernisation et simplification du droit des sociétés » mis à jour en novembre 2017*).

#### • **Rachat des actions de préférence**

L'introduction en droit français des actions de préférence, qui devait permettre de favoriser le financement en fonds propres des entreprises en phase de croissance, n'a pas atteint son objectif, comme en atteste le faible nombre de sociétés qui ont recours à ces instruments.

L'une des causes tient au fait que le régime français des actions de préférence, à la différence de nombreux droits étrangers (not. des *redeemable shares* américaines), interdit que leur rachat intervienne à l'initiative du seul porteur, ce qui constitue un frein à leur utilisation par les investisseurs en capital-risque. Ces derniers souhaitent en effet négocier, lors de leur entrée au capital, le mécanisme par lequel ils pourront en sortir. Or, si le code de commerce prévoit bien que les actions de préférence peuvent être stipulées rachetables dès l'origine, il restreint ce dispositif aux rachats intervenant sur décision exclusive de l'émetteur, ce qui ne permet pas de satisfaire les attentes des capital-risqueurs.

Il conviendrait donc de prévoir que le rachat puisse intervenir à l'initiative de l'émetteur ou du détenteur des actions de préférence<sup>10</sup>. Cette formule laisserait aux sociétés elles-mêmes la faculté de décider d'émettre l'une ou l'autre de ces catégories d'actions de préférence (v. *la proposition de modification des articles L. 228-12 du code de commerce dans le rapport commun Afep Ansa Medef « Modernisation et simplification du droit des sociétés » mis à jour en novembre 2017*).

---

<sup>10</sup> La CCIP avait formulé la même proposition en 2013, dans son rapport intitulé « Fonds propres des entreprises : rendre plus attractives les actions de préférence ».

### • Rachat des actions non cotées

Les modalités de rachat de leurs propres actions par les sociétés non cotées devraient être assouplies afin de faciliter la sortie des minoritaires et de rendre en conséquence plus attractif l'investissement dans de telles sociétés.

Dans cette perspective, il conviendrait :

- de supprimer l'exigence d'un rapport établi par un expert indépendant pour ne conserver que le rapport du commissaire aux comptes, qui paraît suffisant ;
- de permettre, tant que les délais prévus par le texte ne sont pas écoulés, la réaffectation des actions à une autre finalité que celle initialement prévue sur simple autorisation de l'assemblée générale ;
- de supprimer la référence au respect du principe d'égalité entre les actionnaires, dont la portée est controversée. Pour les tenants de l'interprétation extensive, ce principe implique en effet de faire une offre de rachat à tous les actionnaires, ce qui est incompatible tant avec l'objectif de souplesse qui était recherché qu'avec le caractère sélectif de certaines opérations (ex : reclassement de titres). L'exercice par le commissaire aux comptes de sa mission légale, qui comporte une appréciation du respect du principe d'égalité des actionnaires en général, ainsi que de la juste évaluation du prix et de l'information adéquate des actionnaires sur les conditions de fixation de ce prix, sont les mesures de protection des actionnaires les plus appropriées ;
- de supprimer la règle selon laquelle le prix est acquitté par prélèvement sur les réserves, qui n'est pas conforme aux règles comptables. Le paiement du prix devrait être acquitté avec des sommes disponibles en trésorerie.