

Gazette du Magistère de Droit des Activités Économiques



À la une :

L'Union européenne a-t-elle (encore) une politique fiscale autonome en matière d'impôts directs ?



Composition de la Gazette

Direction de la gazette

- Mathieu BONZON, Etudiant en M2 Droit des affaires et fiscalité - Parcours Magistère
- Pauline MILLET, Etudiante en M2 Droit des affaires et fiscalité - Parcours Magistère

Supervision universitaire

- Bertrand FAGES - Professeur agrégé des Facultés de droit à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne
- Jean-Charles ROTOULLIÉ - Professeur agrégé des Facultés de droit à l'Université Jean Monnet, Saint-Étienne

Comité de rédaction

Professeur

- Daniel GUTMANN - Professeur agrégé des Facultés de droit à l'Université Paris I Panthéon Sorbonne

Étudiants du Magistère en M2

- Alexandre ARHAN - Administration et liquidation des entreprises en difficulté
- Amel BELAID - Droit des affaires
- Pétronille BOUHALLIER-CHAUVIN - Opérations et fiscalité internationales des sociétés
- Mahaut FROTIER DE LA MESSELIERE - Droit de la concurrence
- Timothé VALOGNES - Droit des affaires et fiscalité
- Gabrielle WICKER - Opérations et fiscalité internationales des sociétés

Étudiants du Magistère en M1

- | | |
|----------------------|---------------------------|
| - Guillaume BUSSIERE | - Raphaël PORTZER |
| - Marie CONJARD | - Etienne SECONDY |
| - Emeline DONVAL | - Clément DE SURMONT |
| - Agathe GUICHARD | - Jules VIGNEAU ANTONELLI |
| - Tom MARTIN | - Juliette WOILLARD |

Étudiants du Magistère en L3

- | | |
|-------------------|---------------------------|
| - Inès DUSSAUCHOY | - Isaac OULJOUR-SCHNEIDER |
| - Solène BRYSKA | - Iulia MANDA |
| - Axelle CIROUX | - Camille METZ |
| - Simon COHEN | - Anca Maria NECHITA |
| - Louise DENOYES | - Théo PASQUEREAU |
| - Agathe LEMOINE | - Pierre-Olivier SCHULTZ |

Direction artistique

- Camille ZWICK - Étudiante en Mastère 1 Direction Artistique à Lyon Ynov Campus

Sommaire

L'Union européenne a-t-elle (encore) une politique fiscale autonome en matière d'impôts directs ?

Daniel GUTMANN, Professeur à l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne

p.4

Commentaire de la décision du Conseil d'État, 3 février 2023, n° 462840, EDF

Emeline DONVAL, Mahaut FROTIER DE LA MESSELIERE, Clément DE SURMONT et Juliette WOILLARD

p.7

Analyse de la directive CSRD

Axelle CIROUX, Camille METZ, Theo PASQUEREAU, Jules VIGNEAU ANTONELLI et Gabrielle WICKER

p.10

La validité des clauses d'exclusion : étude de la décision n°2022-1029 du 9 décembre 2022 du Conseil constitutionnel au regard de la récente jurisprudence de la Cour de cassation

Amel BELAID, Solène BRYSKA, Louise DENOYES, Inès DUSSAUCHOY, Anca Maria NECHITA et Isaac OULJOUR-SCHNEIDER

p.14

Proposition de directive sur les structures avec actions à votes multiples

Pétronille BOUHALLIER-CHAUVIN, Guillaume BUSSIERE, Agathe LEMOINE, Etienne SECONDY et Pierre-Olivier SCHULTZ

p.18

Les droits des actionnaires minoritaires à l'épreuve d'une opération de sortie de cote

Alexandre ARHAN, Simon COHEN, Marie CONJARD, Agathe GUICHARD, Tom MARTIN et Timothé VALOGNES

p.22

Retour d'expérience de Guilhem Le Gars, 30e promotion du Magistère (2016-2019), avocat en droit pénal des affaires

Iulia MANDA et Raphaël PORTZER

p.27

Rencontre de Madame Caroline Bergeron

Iulia MANDA et Raphaël PORTZER

p.29

L'Union européenne a-t-elle (encore) une politique fiscale autonome en matière d'impôts directs ?



Daniel GUTMANN

Professeur à l'Université Paris I Panthéon Sorbonne

A l'heure où la directive (UE) 2022-2523 du 15 décembre 2022 sur l'imposition minimale des groupes multinationaux vient d'être adoptée en vue de mettre en œuvre le modèle de règles élaboré par l'OCDE et les 135 Etats qui composent le « Cadre inclusif », il est permis de s'interroger sur l'autonomie politique dont jouit encore l'Union européenne dans le domaine des impôts directs.

Prenons un peu de recul pour répondre à cette question.

I. L'histoire ancienne

Il fut un temps où l'Union européenne n'exerçait à peu près aucune compétence législative en matière d'impôts directs. Le droit fiscal « communautaire » s'incarnait alors dans les règles gouvernant la TVA (la grande directive en la matière datant de 1977) et les accises (le texte de référence datant de 1992), ce qui était logique puisqu'il s'agissait d'homogénéiser le traitement fiscal de transactions transfrontalières ayant une incidence directe sur l'efficacité d'un « marché commun ».

En matière d'impôts directs, ce sont les directives du 23 juillet 1990 en matière de traitement des distributions et des fusions transfrontalières qui ont changé la donne ; un premier pas était fait en direction d'autres textes qui, comme la directive « intérêts-redevances » de 2003, ont eu pour objet de supprimer des frottements sur des flux financiers transfrontaliers.

C'était le temps où la Commission européenne considérait que l'objectif premier de l'action européenne en matière fiscale devait être de supprimer les entraves à la réalisation d'un marché sans frontières intérieures, ce qui impliquait un allègement de la fiscalité frappant les opérations internationales, sans préjudice d'ailleurs d'une coopération efficace entre administrations des Etats membres.

Si cet objectif n'a pas disparu, ce temps est manifestement révolu.

II. L'histoire récente

Depuis la crise financière de 2008, le droit fiscal est dominé par deux mouvements de fond : la mise en place de techniques permettant de lutter contre la fraude fiscale et l'optimisation dite « agressive » ; la multilatéralisation de l'action des Etats qui conduit à l'émergence d'un forum de discussion véritablement mondial, avec pour effet une certaine marginalisation de l'Union européenne.

Le droit de l'Union est donc devenu, sur le fond, un droit d'emprunt à bien des égards. En matière d'imposition des sociétés, il n'est plus, dans une large mesure, qu'un droit de suivi dont l'objectif est de transformer en droit « dur » le droit « mou » conçu au niveau du Cadre inclusif. Les préambules des directives illustrent de plus en plus souvent, en matière fiscale, la dépendance de l'Union européenne à l'égard d'une politique fiscale échafaudée dans un autre cénacle. Ainsi, les deux directives ATAD du 12 juillet 2016 et du 29 mai 2017 ont été adoptées en vue de mettre en œuvre dans l'Union européenne certaines dimensions du plan BEPS de l'OCDE qui vise à lutter contre l'optimisation fiscale des groupes multinationaux. La directive DAC6 du 25 mai 2018 introduisant une obligation pour les intermédiaires fiscaux de déclarer certains dispositifs transfrontières trouve son origine historique dans l'action 12 du projet BEPS. Enfin, comme on l'a déjà dit plus haut, la directive sur l'imposition minimale des entreprises multinationales emprunte bien évidemment l'essentiel de son contenu aux travaux du Cadre inclusif dans le cadre du Pilier Deux de la réforme de la fiscalité internationale.

Certes, la Commission européenne de continuer à soutenir des projets originaux qui ne trouvent pas leur origine dans les travaux de l'OCDE. C'est le cas, par exemple, de la proposition de directive destinée à lutter contre les sociétés écran (COM (2021) 565 final) ou encore du projet tendant à l'instauration d'un régime des groupes de sociétés spécifique à l'Union européenne (le « BEFIT ») dont le principe a été annoncé par une communication de la Commission intitulée « Fiscalité des entreprises pour le XXI^e siècle » (COM (2021) 251 final). De façon intéressante, d'ailleurs, la 3^{ème} partie de cette communication fait état de diverses « solutions ciblées » destinées à « dépasser le cadre de l'accord de l'OCDE ». Ainsi peut-on imaginer qu'à terme (plus ou moins bref), une véritable harmonisation de

l'assiette de l'impôt sur les sociétés voie le jour dans l'Union européenne, avec de surcroît un mécanisme de ventilation des bénéfices consolidés des groupes européens entre les Etats de l'Union sur la base de clés de répartition inspirées... de celles préconisées par l'OCDE dans le cadre des Piliers Un et Deux de la réforme fiscale internationale.

Cette évolution de la politique fiscale européenne invite à s'interroger sur l'articulation des objectifs poursuivis par le Cadre inclusif d'une part, et par l'Union européenne d'autre part.

III. La problématique contemporaine

Nous l'avons déjà dit : le droit de l'Union, tout en conservant sa fonction historique de construction du marché intérieur, se présente aujourd'hui de plus en plus souvent comme un droit de suivi à la remorque des initiatives internationales pilotées par le G20 et le Cadre inclusif sous la houlette de l'OCDE. Est-ce à dire que la finalité du plan BEPS (complété par les Piliers 1 et 2 de la réforme de la fiscalité internationale) est entièrement soluble dans les buts de l'Union ?

Il est évidemment très difficile de répondre à ces questions mais on peut hasarder les observations suivantes.

Premièrement, il est légitime que les objectifs poursuivis par le droit de l'Union ne soient pas figés et qu'ils aient vocation à évoluer. Il n'y a rien de choquant en soi dans le fait de constater le développement de directives poursuivant des finalités nouvelles, en ligne avec celles définies au niveau international par l'OCDE et le Cadre inclusif. A certains égards, le temps est sans doute venu d'accepter que l'Union européenne n'est que l'un des acteurs d'un jeu politique global et ne peut pas poursuivre de façon réaliste des objectifs autonomes. Le pragmatisme diplomatique et économique exige peut-être que l'Union ne s'écarte pas de façon significative de la position prise par des acteurs majeurs tels que les Etats-Unis. Et d'un strict point de vue juridique, il est évident que la superposition de textes européens poursuivant une finalité propre et de textes multilatéraux conclus sous l'égide de l'OCDE reposant sur une autre logique risquerait d'être un facteur de complexité technique considérable.

Pour autant, il nous semble que les libertés fondamentales protégées par le droit de l'Union expriment des valeurs et des objectifs qui ne doivent pas être entièrement tributaires des initiatives politiques du moment, fussent-elles impulsées par l'OCDE et le Cadre inclusif. Elles sont en effet au service de la réalisation du marché intérieur, ce qui constitue une spécificité objective qu'on ne retrouve pas dans un ordre international où l'espace juridique est beaucoup plus fragmenté par le choc des souverainetés. Ainsi, que le droit de l'Union subisse l'influence historique des règles et principes adoptés au niveau de l'OCDE est une évidence ; qu'il perde son objectif propre ne peut être soutenu.

l'identité fiscale propre de l'Union européenne.

Pour ne donner qu'un exemple illustrant cette problématique de conflit potentiel entre les buts poursuivis par le cadre inclusif et ceux de l'Union, on sait que le plan BEPS vise en particulier à faire en sorte que tout revenu soit imposé au moins une fois dans un Etat. Les textes qui en découlent visent donc à permettre qu'un paiement, qui serait en principe déductible dans l'Etat de son auteur, soit par exception exclus de la déductibilité lorsqu'il s'avère que celui-ci n'est pas « inclus » dans une assiette imposable au niveau de son bénéficiaire. La directive ATAD 2 a transformé ce principe de symétrie en règle de droit européen et ce type de règle a vocation à voir aujourd'hui son domaine s'élargir avec l'apparition, au sein du « Pilier deux », de nouveaux mécanismes visant à lutter contre les paiements insuffisamment imposés. Il n'est pourtant pas évident que le droit de l'Union s'accommode de la généralisation de telles mesures dans la mesure où la Cour de justice rejette clairement l'idée que certains Etats puissent justifier le caractère discriminatoire de certaines mesures par l'objectif d'assurer l'imposition effective dans l'autre Etat ou (ce qui revient au même) de lutter contre la non-imposition dans l'autre Etat. Seule une double non-imposition présentant un caractère artificiel organisé par le contribuable serait de nature à justifier l'écartement d'une liberté fondamentale.

De même, on ne saurait considérer comme acquis que la nouvelle définition de l'abus de droit qui fleurit au niveau international pour s'épanouir dans la clause générale anti-abus de l'instrument multilatéral reflète ou devrait refléter de façon adéquate les finalités propres de l'Union européenne.

Il convient donc de ne pas enterrer trop rapidement

Commentaire de la décision du Conseil d'État, 3 février 2023, n° 462840, EDF

Par Emeline DONVAL, Mahaut FROTIER DE LA MESSELIERE, Clément DE SURMONT et Juliette WOILLARD

« Le réveil est brutal. Les ménages français vivaient dans la douce illusion que l'électricité bon marché produite par les centrales nucléaires d'EDF les protégerait des turbulences provoquées par la guerre en Ukraine sur l'approvisionnement en énergie. C'était même l'occasion de montrer la supériorité du modèle français, fondé sur la souveraineté nationale, par opposition à nos voisins allemands, qui avaient tout misé sur le gaz russe » écrivaient les journalistes du Monde dans un article intitulé EDF ou l'histoire d'une débâcle française publié le 29 septembre 2022.

Disposant, jusqu'à l'ouverture progressive des secteurs de réseaux à la concurrence, d'un monopole en matière de production et de distribution d'électricité, EDF est aujourd'hui le fer de lance de la politique énergétique française. Au terme de l'exercice 2021 EDF a produit 523,7 TWh d'électricité distribués à ses 38,5 millions de clients pour un chiffre d'affaires de 84,5 milliards d'euros.

Elle fait toutefois face à de nombreuses difficultés, le récent abandon du projet Hercule ou encore le phénomène de corrosion sous contrainte frappant une grande partie de son parc nucléaire en étant de frappants exemples.

Par son arrêt du 3 février 2023, le Conseil d'État a rejeté les recours pour excès de pouvoir, introduits entre autres par la Fédération Chimie Énergie FCE-CFDT, contre le décret et les arrêtés du 11 mars 2022, par lesquels le gouvernement a défini un volume additionnel (20 TWh) d'électricité devant être cédé en 2022 par EDF, en position de monopole pour l'exploitation du parc nucléaire français, aux autres fournisseurs d'électricité au titre de l'accès régulé à l'électricité nucléaire historique (ARENH) et les modalités spécifiques de cette allocation. Les requérants soulevaient notamment à l'appui de leur recours des moyens tirés de la légalité externe du décret et des arrêtés (I), de l'atteinte à la liberté d'entreprendre et à la liberté contractuelle d'EDF (II), et d'une violation du droit européen des aides

d'État (III).

I. Sur la légalité externe du décret et des arrêtés :

En l'espèce, les actes attaqués visaient à augmenter le volume d'électricité devant être cédé par EDF à ses concurrents dans le cadre de l'ARENH. Si certaines irrégularités procédurales étaient invoquées pour les faire tomber, le Conseil d'État a refusé d'annuler lesdits actes, craignant les conséquences dramatiques sur les factures d'électricité des Français. Cette position se comprend : dès lors qu'EDF comme les fournisseurs alternatifs avaient adapté leurs stocks et ressources nécessaires à la couverture des besoins estimés de leur portefeuille pour les mois à venir, annuler les actes, et notamment le décret du 11 mars 2022, reviendrait, pour eux, à devoir revoir leurs modalités de fonctionnement et à compenser les pertes résultant de l'annulation sur les consommateurs finaux. Seulement, dans le contexte actuel d'inflation, une telle perspective n'était pas concevable, ce qu'a consacré la loi du 16 août 2022 portant mesures d'urgence pour la protection du pouvoir d'achat.

Par cette solution, le Conseil d'État vient clairement mettre en balance des intérêts antinomiques, faisant finalement primer la protection des consommateurs exposés à l'heure actuelle à une hausse exceptionnelle des prix de l'électricité sur l'irrégularité procédurale qui affecterait le décret litigieux. En outre, pour appuyer sa décision, la juridiction administrative indique que celle-ci se justifie par un motif impérieux d'intérêt général et ne méconnaît pas les stipulations du paragraphe 1 de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales.

Cette décision semble être particulièrement factuelle et exceptionnelle. C'est en effet essentiellement à la lumière de la situation économique actuelle

que celle-ci est rendue. Si l'arrêt Danthony (CE, 23 décembre 2011, n°335033) est toujours ancré dans notre droit positif et implique qu'un vice de procédure ne peut entraîner l'annulation de l'acte que s'il a eu une influence effective sur le sens de la décision prise ou ait privé les intéressés d'une garantie, le Conseil d'Etat ne vient nullement s'attarder en l'espèce sur ces conditions alternatives pour refuser l'annulation de l'acte. Effectivement, ici, c'est au regard des circonstances de fait et des conséquences qu'aurait une telle annulation qu'il conclut ainsi, rendant une décision favorable aux défenseurs de la pérennité de ces actes litigieux et au principe de l'autorité de la chose jugée.

II. Sur la proportionnalité de l'atteinte à la liberté d'entreprendre et à la liberté contractuelle d'EDF :

Par le truchement de cet arrêt, le Conseil d'Etat, pour justifier la proportionnalité de l'atteinte aux libertés d'entreprendre et contractuelle, met en exergue deux objectifs auxquels EDF est tenu, et plus largement les difficultés inhérentes à la reconnaissance d'une atteinte à la liberté d'entreprendre.

Le premier de ces objectifs est l'obligation d'offrir à la vente un volume d'électricité d'origine nucléaire à un prix déterminé. Cet objectif répond à l'encouragement de l'ARENH de permettre le développement d'une concurrence équilibrée sur le marché de la fourniture d'électricité, concurrence qui figure comme l'intérêt général, face à l'intérêt particulier d'EDF. En effet, le dispositif de l'ARENH vise in fine à garantir la liberté de choix des consommateurs en leur permettant de « *bénéficier de la compétitivité du parc électronucléaire français* ». Or, la compétitivité de ce dernier dépend également en grande partie du développement de la concurrence entre les fournisseurs d'énergie.

Le second objectif en présence est la garantie d'une certaine stabilité des prix en contexte de hausses concomitantes des prix de l'énergie, mais aussi de la consommation. Or, en augmentant de 20 % le volume global du quota devant être cédé aux fournisseurs d'électricités par EDF, les adaptations et dérogations aux modalités réglementaires de mise en œuvre et d'attribution de l'ARENH visées ici permettent dans une certaine mesure de contenir l'augmentation du coût de l'énergie tant pour les

ménages que pour les entreprises industrielles dites « électro intensives ». Les augmentations de prix respectivement projetées pour ces deux catégories passent ainsi, du fait de cette mesure, de 18 à 11 % et de 115 à 80 % en moyenne.

Par conséquent, le Conseil d'Etat a conclu que la hausse du volume global d'énergie électronucléaire devant être cédé à ses concurrents sur le marché de la fourniture d'électricité était justifiée par les objectifs poursuivis par l'ARENH, et que le décret et les arrêtés ne portaient pas une atteinte disproportionnée à la liberté d'entreprendre d'EDF.

Au sujet de la liberté concurrentielle, le Conseil d'Etat a écarté l'idée d'une atteinte du fait de la position d'opérateur historique disposant d'un monopole pour l'exploitation du parc nucléaire français qui lui confère un avantage concurrentiel sur le marché aval de la fourniture d'électricité.

Néanmoins, la mise en balance de l'intérêt général et de l'intérêt « privé » d'EDF dans cette décision relance la question de la pertinence d'une renationalisation de l'entreprise. Colette Neuville, présidente de l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM), y répondait le 27 juillet 2022 à l'AMF en considérant que la renationalisation d'EDF présente le grand avantage de mettre un terme à la situation de conflits d'intérêts dans laquelle se trouve l'Etat depuis l'ouverture du capital de la société, l'intérêt général dont il a la responsabilité l'amenant à utiliser son pouvoir d'actionnaire majoritaire pour imposer à la société des décisions portant atteinte à l'intérêt social et à l'intérêt des actionnaires.

III. Sur l'existence d'une aide d'Etat illégale :

Les requérants soutenaient enfin à l'appui de leur recours que l'ARENH est un dispositif constitutif d'une aide d'Etat au sens de l'article 107 du TFUE, et est donc illégal car non notifié à la Commission européenne. Partant, ils soutenaient que l'augmentation du quota maximal pouvant être cédé dans le cadre de l'ARENH constituait également une aide d'Etat illégale.

La décision du Conseil, qui écarte les moyens, est cohérente sur ce point avec la jurisprudence européenne relative aux aides d'Etat. Selon la

Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE), la qualification d'aide d'État nécessite la réunion de quatre critères cumulatifs : (i) une intervention de l'État ou au moyen de ressources d'État, (ii) qui soit susceptible d'affecter les échanges entre les États membres, (iii) qui accorde un avantage à son bénéficiaire et (iv) qui fausse ou menace de fausser la concurrence. Si l'ARENH constitue bien une intervention susceptible d'affecter les échanges entre les États membres, la question de l'affectation de la concurrence par l'octroi d'un avantage à certains opérateurs était moins évidente.

En effet, la CJUE a eu à plusieurs reprises l'occasion de préciser la méthode d'appréciation de la distorsion de concurrence créée par une aide d'État. Cette différenciation doit ainsi s'apprécier entre des entreprises qui se trouvent dans des situations comparables au regard de l'objectif poursuivi par la mesure en question (voir par exemple la décision CJUE, 21 déc. 2016, aff. C-20/15 P, *World Duty Free*). Or, face à l'objectif poursuivi par l'ARENH, c'est-à-dire contribuer au développement de la concurrence sur le marché de l'électricité français et européen, EDF n'est pas placée dans une situation comparable à celle des autres fournisseurs établis en France métropolitaine. Sa position de monopole historique pour l'exploitation du parc électronucléaire français lui confère un avantage indéniable dont ne disposent pas les fournisseurs concurrents qui exploitent leur activité sur le territoire national, et justifie qu'un dispositif soit introduit pour mettre les autres opérateurs en condition de lui faire concurrence sur le marché de la fourniture d'électricité.

L'ARENH, en ce qu'il profite à l'ensemble de ces derniers dès lors qu'ils en font la demande, porte sur un volume d'électricité déterminé et strictement proportionné aux objectifs de développement de la concurrence et de stabilité des prix, et prévoit que le prix d'achat dudit volume doit être représentatif des conditions économiques de production dans les centrales nucléaires d'EDF, constitue un dispositif qui « rééquilibre les charges entre opérateurs sur le marché de l'électricité français ». Eu égard aux objectifs qu'il poursuit et à ses conditions, l'ARENH n'est donc pas susceptible d'être qualifié d'aide d'État qui aurait dû être notifiée à la Commission.

La solution aurait à l'inverse été différente si l'aide n'avait bénéficié qu'aux entreprises françaises :

la différence de traitement entre des opérateurs étrangers et français alors même qu'ils seraient tous établis sur le territoire français ne se justifierait pas dès lors qu'ils fourniraient de l'électricité aux ménages français, c'est-à-dire des contribuables qui ont permis l'édification du parc nucléaire français.

Analyse de la directive CSRD

Par Axelle CIROUX, Camille METZ, Theo PASQUEREAU et Jules VIGNEAU ANTONELLI et
Gabrielle WICKER

La directive CSRD¹, dont la transposition vient d'être autorisée par l'Assemblée nationale le 9 mars dernier², instaure un cadre législatif ambitieux propre à accroître tant le volume que la qualité des informations publiées par les entreprises en matière de durabilité. Elle se place dans la perspective du programme de développement durable « *transformer notre monde* » des Nations Unies et trouve son ancrage dans le Pacte Vert pour l'Europe³, dévoilé par la Commission en décembre 2019⁴. Si l'instauration d'un tel devoir d'information doit bénéficier *in fine* aux épargnants et consommateurs européens, elle répond d'abord à une demande formulée tant par les investisseurs que par les ONG.

D'une part, la mise à disposition « *d'informations pertinentes, comparables et fiables en matière de durabilité* » est nécessaire pour permettre aux investisseurs de réorienter les flux de capitaux vers des projets et activités durables⁵. La directive CSRD s'inscrit en cela dans le cadre du Plan d'action « *financer la croissance durable* » communiqué par la Commission européenne en 2018, aux côtés des règlements dits SFDR et taxonomie⁶. D'autre part, la publication d'informations relatives à la durabilité doit favoriser la prise en compte par les entreprises de leur incidence sur le climat, la biodiversité et la population et, corrélativement, leur obligation d'en rendre compte envers les parties prenantes.

Si la directive CSRD vient harmoniser l'information en matière de durabilité au sein de l'UE (I), elle permet aussi de renforcer la responsabilité sociétale des entreprises (II).

I. L'harmonisation de l'information en matière de durabilité au sein de l'UE

La transmission des informations en matière environnementale, sociale et de gouvernance a fait l'objet d'une construction progressive (A). La directive CSRD marque un tournant dans cette construction du droit de l'information ESG en apportant certains changements significatifs (B).

A. La construction progressive d'un droit de l'information ESG

Avant 2001, la transmission des informations en matière environnementale, sociale et de gouvernance reposait surtout sur le bon vouloir des sociétés. Mais avec la loi NRE du 15 mai 2001, est introduit dans le Code de commerce un article L. 225-102-1 aux termes duquel le rapport de gestion doit contenir des informations « *sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité* »⁷. Plusieurs normes françaises telles que la loi Grenelle II de 2010 ou la loi PACTE de 2019 et européennes telle que la directive européenne, dite NFRD, sur la publication d'informations non financières de 2014 se sont par la suite succédé pour venir préciser les contours des obligations posées par cette loi NRE. Ces différentes normes ont ainsi réalisé une évolution progressive du contenu et de la méthode de *reporting* de l'information extra-financière mais aussi un élargissement des destinataires de cette information non financière avec une prise en compte accrue des

¹ PE et Cons. UE, dir. (UE) 2022/2464, 14 déc. 2022.

² P.J. n°2023-171, 9 mars 2023, portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans les domaines de l'économie, de la santé, du travail, des transports et de l'agriculture, art. 8.

³ Résolution 70/1 de l'Assemblée générale des Nations Unies du 21 octobre 2015, *Transformer notre monde : le Programme de développement durable à l'horizon 2030*.

⁴ Comm. UE, Communication, *le pacte vert pour l'Europe* : Doc. COM (2019) 640 final, 21 oct. 2015.

⁵ *Ibid.*, (2). s

⁶ PE et Cons. UE, règl (UE) 2019/2088, 27 nov. 2019, *modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence « transition climatique » de l'Union, les indices de référence « accord de Paris » de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence* : JOUE n° L 317, 9 déc. 2019 ; PE et Cons. UE, règl (UE) 2020/852, 18 juin 2020, *sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088* : JOUE n° L 198, 22 juin 2020.

⁷ L. n°2001-420, 15 mai 2001, relative aux nouvelles régulations économiques, art. 116.

parties prenantes et des consommateurs⁸.

La directive NFRD a permis d'importantes avancées quant à la transmission des informations relatives aux questions environnementales, sociales ou encore de respect des droits de l'Homme en imposant notamment aux sociétés européennes cotées ainsi qu'aux banques et entreprises d'assurance employant au moins 500 salariés de collecter et diffuser des informations concernant l'impact de la société sur son environnement. A titre d'exemple, la loi NRE n'exigeait le recensement que de 42 items seulement. Néanmoins, la directive NFRD présente certaines limites que son rapport d'évaluation de juillet 2020 a mis en exergue⁹. Il lui a ainsi été reproché une insuffisance des exigences quant à la transmission des informations extra-financières aux investisseurs, celles-ci étant considérées comme insuffisamment pertinentes, fiables, comparables et accessibles¹⁰. Le rapport a donc conclu à la nécessité de réviser la directive NFRD.

B. Les changements opérés par la directive CSRD

Les changements introduits par la directive CSRD se révèlent importants à plusieurs égards.

D'abord, elle étend significativement le champ d'application du *reporting* de durabilité, qui devra porter sur l'ensemble de la chaîne de valeur des entreprises, en incluant les PME cotées et les filiales et succursales d'une société établie dans un État tiers qui réalisent un chiffre d'affaires de 150 millions d'euros dans l'Union européenne¹¹. 50 000 entreprises y seront soumises, dès l'exercice 2024 pour les grandes entreprises cotées de plus de 500 salariés, contre 11 000 actuellement dans le cadre de la directive

NFRD. La directive CSRD introduit également un changement terminologique majeur par rapport à la directive NFRD : l'information cesse d'être « non financière » et devient relative à la « durabilité »¹². Le terme durabilité, traduit de l'anglais *sustainability* et issu du Plan d'action « financer la croissance durable » de la Commission¹³, est désormais systématiquement employé par le législateur européen. Il inclut les « questions environnementales, sociales et de personnel, le respect des droits de l'homme et la lutte contre la corruption, et les actes de corruption »¹⁴. Surtout, l'abandon de l'expression « information non financière » est destiné à traduire toute la pertinence que revêtent en matière financière les informations de durabilité¹⁵. Le *reporting* prévu par la directive se fonde sur la notion européenne de double matérialité, en vertu de laquelle doivent être publiées les informations significatives liées à l'incidence de l'activité de l'entreprise sur la durabilité mais également celles liées à la façon dont les facteurs ESG influent sur la situation de l'entreprise¹⁶. La directive prévoit également l'obligation de publier des informations en matière de gouvernance, et notamment une description du rôle, de l'expertise et des compétences des organes d'administration, de direction et de surveillance de l'entreprise s'agissant des questions de durabilité¹⁷. Une information sur l'éventuelle existence de systèmes d'incitation des membres des organes de gouvernance liés à la durabilité est aussi attendue.

Alors que, dans la directive NFRD, la détermination du cadre de *reporting* à utiliser pour déterminer les informations pertinentes à communiquer était abandonnée au choix des entreprises, la nouvelle directive garantit les conditions de la normalisation des informations publiées en matière de durabilité. Les informations prévues par le texte devront être publiées dans le respect des normes ESRS, propres à

⁸ C. MALECKI, « L'information non financière », RLDA, n° 176, 1^{er} déc. 2021 ; B. Lecourt, « La "directive RSE 2" ("directive CSRD") : le nouveau visage de l'information en matière environnementale et sociale », Rev. Sociétés 2022.639, 7 nov. 2022.

⁹ C. PADYCH, « Une proposition de directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises », LSE, n° 16, 30 avr. 2021.

¹⁰ J.-M. MOUJIN, « Directive CSRD - L'irrésistible ascension de la RSE », RDBF n° 1, Janv.-Févr. 2023, étude I.

¹¹ PE et Cons. UE, dir. 2013/34/UE, 26 juin 2013 : JOUE n° L 182, 29 juin 2013, p. 19.

¹² *Ibid.*, art. 1 4)

¹³ Comm. UE, Communication, *Plan d'action : financer la croissance durable* : Doc. COM (2018) 97 final, 8 mars 2018.

¹⁴ *Ibid.*, art. 2 24).

¹⁵ *Ibid.*, cons. 8.

¹⁶ *Ibid.*, cons. 29.

¹⁷ *Ibid.*, art. 1.

l'Union européenne. Ces standards européens pour le *reporting* de durabilité seront adoptés par actes délégués de la Commission, sur la base des travaux de l'EFRAG, un comité technique indépendant, d'ici le 30 juin 2023. Telles qu'elles sont projetées par l'EFRAG, les normes EFRS contiennent « plus de 1.000 indicateurs à documenter, {ce qui} ne sera pas réalisable à charge administrative constante », s'inquiète Jean-Luc Matt, le directeur général de l'AFEP¹⁸. Enfin, ces informations, dont la fiabilité sera assurée par une certification obligatoire, devront être facilement accessibles. Il est prévu que les informations en matière de durabilité fassent l'objet d'une publication dans une « section spécifique » du rapport de gestion. Les États-membres pourraient rendre obligatoire pour les entreprises la mise à la disposition du public du rapport de gestion sur leur site internet¹⁹.

II. Le renforcement de la responsabilité sociétale des entreprises

La directive CSRD renforce la responsabilité sociétale des entreprises en instaurant un audit obligatoire de *reporting* durabilité et la nomination d'un responsable de la durabilité (A). Si cette directive tend à renforcer l'efficacité de la RSE, elle comporte encore quelques faiblesses (B).

A. Le contrôle des informations ESG

Par sa mise œuvre, la directive CSRD tend à renforcer l'efficacité de la RSE en favorisant l'interventionnisme des pouvoirs publics au détriment de l'autorégulation des entreprises²⁰. À ce titre, un audit obligatoire du *reporting* durabilité a été instauré à la demande du Parlement européen. Il devra être assuré par un organisme tiers indépendant²¹ : commissaire aux comptes, cabinet d'audit ou - éventuellement - cabinet

d'avocats²². Précisément, la mission de l'auditeur se concentre autour du contrôle des informations publiées au titre du *reporting* de durabilité, dont il doit vérifier la conformité avec le contenu et les exigences de la directive, ce qui devrait permettre d'améliorer la fiabilité et la comparabilité des informations ESG. Toute obligatoire qu'elle soit, cette vérification de l'information exclut une éventuelle évaluation de la pertinence de la politique de durabilité de l'entreprise et de sa mise en œuvre effective. Ce contrôle, dit d'assurance « limitée », sera d'une étendue moins importante que celui prévu pour les comptes financiers²³, dit d'assurance « raisonnable »²⁴. Dans l'attente d'un niveau d'assurance « raisonnable » des informations, susceptible d'être renforcé d'ici le 1^{er} octobre 2028, la prise de décision éclairée des parties prenantes s'en trouve tout de même soutenue et la réalisation des objectifs de durabilité à long terme, affermie.

En tout état de cause, ce contrôle ne saurait être effectif sans la contribution des organes de direction, d'administration ou de surveillance de l'entreprise, sur lesquels pèsent de nouvelles obligations relatives à la publication des informations ESG. Bien plus que de les préparer et de les publier dans le rapport de durabilité de l'entreprise, les dirigeants doivent également s'assurer de leur cohérence et de leur fiabilité. Surtout, la directive CSRD introduit une obligation de nomination d'un responsable de la durabilité (*sustainability officer*), chargé de coordonner et de superviser la production et la collecte de ces informations ESG²⁵. La responsabilité des dirigeants en ressort nécessairement renforcée, le non-respect de ces obligations étant lourdement sanctionné. À titre d'exemple, en droit interne, le défaut d'établissement du rapport de gestion est sanctionné de 9 000 euros d'amende. Les dirigeants sont même exposés, en sus d'une amende du même montant, à six mois d'emprisonnement en cas de défaut de présentation du rapport à l'assemblée

¹⁸ F. GARROUSTE, « Reporting ESG : les entreprises saisies de vertige », L'Agefi, 9 févr. 2023.

¹⁹ *Ibid.*, art. 29 quinquies.

²⁰ N. CUZACQ, « La RSE, le masque et la plume », RDS 2023, p. 71.

²¹ PE et Cons. UE, règl. (UE) 765/2008, 9 juill. 2008, *fixant les prescriptions relatives à l'accréditation et abrogeant le règlement (CEE) no 339/93 (JO L 218/30 du 13.8.2008)*.

²² L. BOISSEAU, « Les avocats réfléchissent à auditer les données ESG », Les échos, 8 mars 2023.

²³ PE et Cons. UE, dir. (UE) 2022/2464, 14 déc. 2022, cons. 60.

²⁴ AMF, *La nouvelle directive CSRD sur le reporting de durabilité des sociétés*, 17 janv. 2023.

²⁵ J.-M. MOULIN, *Ibid.*

générale ordinaire annuelle appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé. Ainsi, comme relevé par la doctrine, la directive CSRD tend à responsabiliser les organes de direction de la société²⁶.

B. Les faiblesses de la directive CSRD

Le dispositif mis en place par la directive a suscité une vive inquiétude de la Chancellerie, qui craint que son articulation avec l'ensemble des autres dispositifs européens soit délicate à réaliser. Effectivement, ces dispositifs prévoient des définitions, des obligations et des sanctions qui diffèrent, alors même qu'ils poursuivent des objectifs similaires.

La mise en œuvre de ces dispositifs est perturbée, d'une part, par la diversité et le désordre des champs d'application des dispositifs dont la multiplicité des critères rend abscons le périmètre réel des sociétés concernées. Les critères s'intéressent ainsi à la taille, la cotation, l'activité et la forme sociale de la société. La combinaison des seuils purement nationaux et de seuils européens rend l'utilisation de ces derniers complexes. Ainsi, la taille est déterminée par la combinaison de 3 seuils différents : le chiffre d'affaires, le total de bilan et le nombre de salariés. Ces 3 seuils se retrouvent eux-mêmes subdivisés par d'autres seuils, dès lors, l'on se retrouve pour les sociétés par actions avec 4 différents seuils pour le chiffre d'affaires²⁷, 5 seuils pour le bilan²⁸ et 6 seuils pour le nombre de salariés²⁹. Il résulte de cette intelligibilité que ces seuils ne sont pas toujours définis de la même manière. D'autre part, le contenu des dispositifs soulève certaines incertitudes et contient certaines redondances alimentant le sentiment de désordre. Notamment, trois dispositifs exigent la publication d'informations sur les procédures et mesures prises par l'entreprise pour prévenir les risques environnementaux (le rapport de gestion, la déclaration de performance extra-financière et le plan de vigilance) et d'autres redondances concernant les émissions de gaz à effet de serre, la prévention des risques sociaux et la gouvernance

subissent cette superfluité. Malgré la tentative du législateur de répondre à cette problématique, les corrections ne sont pas automatiques et s'articulent difficilement entre elles. Enfin, les mesures et sanctions aux fins d'assurer l'efficacité des différents dispositifs reflètent elles aussi le désordre résultant de ces dispositifs.

L'avenir de cette directive soulève des craintes notamment en ce qui concerne l'obligation de publication sous format digital des informations non financières. Afin de répondre à ces craintes, la transposition de la directive devra satisfaire à une certaine exigence d'alignement au texte européen pour ne pas ajouter de désordre et ainsi accentuer les faiblesses de la directive. Pour cela, une transposition au sein du Code de commerce dans le Chapitre X du Titre II consacré aux « *dispositions particulières aux diverses sociétés commerciales* », permettrait d'assurer une pleine effectivité de sa mise en œuvre assure le Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris³⁰.

²⁶ F. DANOS, L. YEMAL, « La nouvelle directive CSRD en matière d'information de durabilité », BRDA 4/23, 15 févr. 2023.

²⁷ Com., art R. 22-10-29 ; R. 225-105-3 ; L. 225-18-1 ; R. 225-104.

²⁸ Com., art L. 232-1 ; R. 22-10-29, R. 233-2 ; L. 225-69-1 ; R. 225-104.

²⁹ L. n°2021-1774, 24 déc. 2021, visant à accélérer l'égalité économique et professionnelle ; Com., art R. 22-10-29, al. 2 ; R. 225-104 ; L. 225-102-4 ; L. 225-102-4.

³⁰ HCJP, *Rapport sur les dispositifs de transparence extra-financière des sociétés*, Juillet 2022, p°87.

La validité des clauses d'exclusion

Étude de la décision n° 2022-1029 du 9 décembre 2022 du Conseil constitutionnel au regard de la récente jurisprudence de la Cour de cassation

Par Amel BELAID, Solène BRYSKA, Louise DENOYES, Inès DUSSAUCHOY, Anca Maria NECHITA et Isaac OULJOUR-SCHNEIDER

Par des décisions du 9 novembre 2022¹ et du 9 décembre 2022², la Cour de cassation et le Conseil constitutionnel se sont successivement prononcés sur la question de la validité des clauses d'exclusion.

Dans une première espèce, les statuts d'une société à responsabilité limitée (SARL) à capital variable comportaient une clause aux termes de laquelle « tout associé peut être exclu de la société pour justes motifs par une décision des associés réunis en assemblée générale, statuant à la majorité fixée pour la modification des statuts ». Lors d'une assemblée générale, la clause fut mise en œuvre, entraînant alors l'exclusion d'un des associés par le vote des autres. L'associé exclu assigna à cet égard la société en annulation de ladite clause d'exclusion en invoquant l'absence d'indication dans cette clause de motifs d'exclusion et demanda que la procédure de son exclusion soit jugée irrégulière et qu'il soit réintégré au sein de la société.

Cependant, dans un arrêt du 17 novembre 2020, la cour d'appel de Montpellier rejette ses demandes, affirmant ainsi la validité de la clause litigieuse. Dès lors, l'associé exclu forme un pourvoi en cassation, estimant qu'une clause statutaire prévoyant la faculté d'exclure un associé n'est licite que si elle précise les motifs justifiant cette exclusion.

La chambre commerciale³ de la Cour de cassation rejette toutefois le pourvoi et, se fondant sur l'article L.231-6 alinéa 2 du Code de commerce, confirme la licéité de la clause d'exclusion litigieuse quand bien même celle-ci ne précise pas les motifs d'exclusion.

Dans une seconde espèce, les statuts d'une société par actions simplifiée (SAS) comportaient une clause d'exclusion prévoyant que l'associé dont l'exclusion est envisagée ne prendra pas part au vote — clause pourtant réputée non écrite au regard de la jurisprudence de la chambre commerciale³. Dès lors, l'assemblée générale de la SAS envisage la modification de cette clause en application de l'article L.227-19 du Code de commerce tel que modifié par la loi n° 2019-744 du 19 juillet 2019, dite loi Soilihi, autorisant notamment une modification des clauses d'exclusion « par une décision prise collectivement par les associés dans les conditions et formes prévues par les statuts ».

A la suite d'une délibération de la collectivité des associés de la SAS en date du 22 janvier 2021, la clause litigieuse fut modifiée telle qu'elle ne privait désormais plus aucun associé de son droit de vote et les associés la mirent en œuvre afin d'exclure un associé ayant perdu la qualité de salarié, motif d'exclusion aux termes de la clause statutaire.

L'associé ainsi exclu assigna la SAS en nullité de la modification des statuts, de la décision d'exclusion et de la cession subséquente de ses actions et posa devant le tribunal de commerce quatre questions prioritaires de constitutionnalité relatives à la conformité des articles L.227-16 et L.227-19 du Code de commerce aux articles 2 et 17 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789 (DDHC) relatifs au droit de propriété. Ces questions reprochaient au mécanisme de la clause d'exclusion le fait que depuis la loi Soilihi, un associé

¹ Cass. com., 9 nov. 2022, n° 21-10.540.

² CC QPC, 9 déc. 2022, n° 2022-1029.

³ Cass. com., 23 oct. 2007, n° 06-16.537, *Arts et entreprises*.

pouvait être exclu d'une SAS, et à ce titre contraint de céder ses actions, en vertu d'une telle clause, à l'adoption (ou la modification) de laquelle il n'aurait pas consenti.

Estimant que ces questions répondaient aux conditions de sérieux et de nouveauté requises, la chambre commerciale de la Cour de cassation accepta, par un arrêt du 12 octobre 2022, de les transmettre au Conseil constitutionnel⁴. C'est alors que le Conseil constitutionnel y répondit en reconnaissant les dispositions précitées conformes au droit de propriété constitutionnellement protégé du fait de certaines garanties pour l'associé exclu.

À l'origine d'une jurisprudence abondante et attendue à raison de leur utilité pratique, les clauses d'exclusion ont ainsi de nouveau vu leur régime précisé et plus encore, leur existence même confortée. Teintées d'une bienveillance espérée par certains, ces solutions jurisprudentielles admettent aisément la licéité de ces clauses (I), toutefois difficilement justifiée par l'existence de garanties procédurales visant à protéger l'associé exclu (II).

I. L'admission souple de la validité des clauses d'exclusion

Après avoir brièvement vérifié l'absence de privation du droit de propriété au sens de l'article 17 de la DDHC (A), le Conseil constitutionnel centre son contrôle sur l'absence d'atteintes disproportionnées au sens de l'article 2 de la Déclaration (B).

A. L'absence de privation du droit de propriété

Dans un premier temps, le Conseil constitutionnel affirme que les dispositions attaquées n'entraînent pas une privation de propriété au sens de l'article 17 de la DDHC. Il écarte ainsi l'idée, parfois avancée en doctrine, que l'exclusion d'un associé serait une expropriation pour cause d'utilité privée.

Ce rejet hâtif de toute privation du droit de propriété

a certes pu être critiqué par certains auteurs, qui voient dans le mécanisme d'exclusion ni plus ni moins qu'une expropriation, mais il est bienvenu notamment en raison des conséquences qu'il permet d'éviter. En effet, la qualification de privation du droit de propriété implique le respect d'exigences très rigoureuses : il ne saurait y avoir d'expropriation sans nécessité publique et sans une juste et préalable indemnité. Ainsi, il était nécessaire pour le Conseil constitutionnel d'exclure l'article 17 précité du débat, puisque si le rachat forcé des titres d'un associé en vertu d'une clause d'exclusion à laquelle il n'aurait pas consenti avait été considéré comme une privation de propriété, les clauses d'exclusion auraient dû être déclarées inconstitutionnelles faute de nécessité publique, ce qui était inconcevable au regard de leur grande utilité pratique.

Plus contestable en revanche est la justification laconique du juge constitutionnel, qui « procède plus par affirmation que par démonstration »⁵. Pour cet auteur, il est nécessaire de combler les lacunes de la décision et d'essayer d'en trouver une justification – l'explication classique, qui passe par l'idée que l'associé a préalablement consenti à la possibilité d'être exclu, perd toute sa force dès lors qu'une clause peut être désormais adoptée et modifiée sans unanimité requise. En revanche, d'autres arguments existent pour soutenir le rejet de la qualification de privation du droit de propriété. Le Professeur Hamelin en propose deux : d'une part, les dispositions attaquées ne viseraient que les conditions d'exercice du droit de propriété ; d'autre part, cette qualification ne serait qu'une autre illustration de la primauté du contrat de société sur le droit de propriété s'exerçant sur les droits sociaux, à l'image d'autres mécanismes comme, par exemple, la réduction du capital social à zéro.

Puisque les dispositions attaquées sont étrangères à l'expropriation régie par l'article 17 de la DDHC, le Conseil constitutionnel poursuit naturellement son contrôle sur le terrain de l'article 2 de la DDHC.

⁴ Cass. com., 12 oct. 2022, n° 22-40.0.1

⁵ J.-F. HAMELIN, « La constitutionnalité des articles relatifs aux clauses d'exclusion : un soulagement mal motivé ! », *Droit des sociétés*, n° 2, févr. 2023.

B. L'absence d'atteinte disproportionnée au droit de propriété

Après avoir retenu que la clause d'exclusion ne constitue pas une privation au droit de propriété au sens de l'article 17 de la DDHC, le Conseil Constitutionnel reconnaît que le mécanisme issu des articles L.227-16 et L.227-19 du Code de commerce y porte atteinte. Or comme pour toute atteinte au droit de propriété, celle-ci doit être justifiée par un motif d'intérêt général et proportionnée à l'objectif poursuivi conformément à sa jurisprudence bien assise⁶, qu'il rappelle ici.

Pour justifier une telle atteinte, le Conseil se fonde sur deux motifs présentés comme d'intérêt général. D'abord, il justifie l'atteinte au regard de la nécessité de « garantir la cohésion de [l']actionnariat et assurer ainsi la poursuite de [l']activité » d'une SAS. Puis le Conseil se réfère expressément — ce qui ne lui arrive que rarement — aux travaux préparatoires de la loi Soilihi précitée pour affirmer qu'il en découle que le législateur a eu le souci « d'éviter des situations de blocage pouvant résulter de l'opposition de l'associé concerné à une telle clause ».

Il est vrai qu'avant la loi Soilihi de 2019, une difficulté résidait là où était requise l'unanimité des associés pour l'adoption ou la modification d'une clause d'exclusion. Dès lors, l'intervention du législateur en 2019 afin de permettre d'adopter ou de modifier une telle clause potentiellement à une simple majorité permet d'éviter l'opposition évidente d'un associé en passe d'être exclu. D'ailleurs, était débattu le point de savoir si cette disposition était rétroactive ou non, c'est-à-dire le fait de savoir si la suppression de l'exigence d'unanimité s'appliquait également aux SAS créés antérieurement au 21 juillet 2019, date d'entrée en vigueur de la loi Soilihi. La doctrine divisée, c'est la Cour de cassation dans son arrêt précité du 12 octobre 2022 qui a considéré que la suppression de l'unanimité s'appliquait en effet aux sociétés antérieures à ladite loi puisqu'elle a « pour objet et pour effet de régir les effets légaux du contrat de société ». Cette expression quelque peu floue d'*effet légal du contrat* pourrait être entendue comme le fait que l'exigence d'unanimité pour insérer ou modifier une clause d'exclusion dérive de la loi elle-même : avant 2019, le contrat de société

n'avait pas de prise sur le sujet et il s'agissait donc d'un élément légal du contrat.

En tout état de cause, les motifs relevés par le Conseil constitutionnel paraissent cependant contestables, non seulement, pour le premier, de par son caractère flou mais aussi, et surtout, de par la difficulté à établir clairement leur caractère d'intérêt général. Certes l'intérêt général n'est pas à entendre comme le seul intérêt de l'État ou des collectivités mais plus largement comme l'intérêt de tous ; toujours est-il que voir un intérêt *général* dans la seule SAS et plus encore dans son seul actionnariat semble laborieux, à moins d'en avoir une conception — très — souple.

Ainsi, le Conseil constitutionnel est venu apporter une justification à l'atteinte portée au droit de propriété par la possibilité d'adopter ou de modifier une clause d'exclusion sans exiger l'unanimité des associés. Reste encore à faire état d'une proportionnalité de l'atteinte aux objectifs poursuivis (II).

II. Les garanties assortissant l'exclusion

Après avoir admis de manière souple la validité des clauses d'exclusion dans leur principe, le Conseil Constitutionnel a ensuite mis en évidence les garanties procédurales que cette dernière renferme. En effet, selon le juge constitutionnel, la proportionnalité de l'atteinte au droit de propriété repose sur le respect d'une procédure devant être prévue par les statuts, sur une exclusion devant être justifiée par de justes motifs, sur les modalités même de fixation du prix de rachat des actions et sur un contrôle judiciaire de ces éléments.

A. La nécessité de justes motifs de la décision d'exclusion

Le Conseil constitutionnel rappelle dans son neuvième considérant les garanties qui assortissent la décision d'exclure un associé. Selon lui, celles-ci permettent d'assurer qu'il ne s'agit pas d'une atteinte disproportionnée au droit de propriété que de l'exclure alors même qu'il n'aurait pas voté en faveur de la clause en vertu de laquelle il risque d'être exclu.

⁶ Voir notamment, CC QPC, 12 nov. 2010, n° 2010-60

C'est ainsi qu'il exige d'une part que l'exclusion, qui ne doit pas être abusive et être conforme à l'intérêt social et à l'ordre public, doit suivre une procédure prévue par les statuts. Cette procédure détermine par exemple l'organe compétent pour prononcer l'exclusion⁷.

D'autre part, le Conseil Constitutionnel rappelle que la décision d'exclusion doit reposer sur « un motif stipulé par [les] statuts » de la société. Ici apparaît alors une certaine difficulté au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation. En effet, cette-dernière semble adopter une position plus souple en la matière dans son arrêt précité du 9 novembre 2022, en ce qu'elle considère que tout associé d'une société peut être exclu pour de justes motifs, quand bien même la clause ne précise pas les motifs d'exclusion⁸. En d'autres termes, il ressort de la jurisprudence de la Cour de cassation que les motifs précis d'exclusion n'ont pas à être expressément stipulés dans les statuts. Il apparaît alors étonnant qu'un mois après cet arrêt du 9 novembre, le Conseil constitutionnel fasse état de ce que seraient exigés des motifs stipulés par les statuts tout en considérant que cette exigence « résulte de la jurisprudence de la Cour de cassation ». Cependant, l'arrêt précité concernait précisément le cas d'une société à capital variable sans que la Cour de cassation ne donne un principe de portée générale, ce qui laisse planer un doute quant à l'étendue de cette solution. Peut-être le Conseil constitutionnel y a-t-il vu une exception propre à ce type de société qui ne saurait être généralisée à toutes les sociétés. Toutefois, comme le relève la doctrine, l'exigence de motifs stipulés par les statuts n'a pas été érigée en condition de constitutionnalité mais en simple argument⁹. En ce sens, il se pourrait bien que la Cour de cassation maintienne sa jurisprudence et ne s'aligne pas sur la position du Conseil constitutionnel.

Par ailleurs, le juge constitutionnel tente d'ériger en argument les modalités de fixation du prix de rachat des actions quand il ne fait en réalité que reprendre la lettre de l'article L.227-18 du Code de commerce sur le sujet.

Finalement, en garantie ultime de ces éléments, le juge constitutionnel relève l'existence d'un contrôle judiciaire en cas d'exclusion.

B. Le contrôle judiciaire autour de la décision d'exclusion

Le Conseil constitutionnel termine son raisonnement en soulignant que « la décision d'exclusion peut être contestée par l'associé devant le juge, auquel il revient alors de s'assurer de la réalité et de la gravité du motif retenu ». C'est donc par l'affirmation de ce contrôle judiciaire de l'exclusion, qui s'avère constituer une garantie indispensable, que se termine ce contrôle de proportionnalité. Contrôle judiciaire, certes déjà affirmé par la Cour de cassation qui souligne que les juges du fond se doivent de « vérifier que l'exclusion n'est pas abusive »¹⁰, mais qui s'avère limité. En effet, selon le Conseil, le juge doit contrôler la réalité du motif. Mais existe-t-il alors un réel contrôle lorsque le motif peut être objectivement constaté ?¹¹

Par ailleurs, se pose la question de la « gravité du motif retenu ». Doit-on entendre par cela une appréciation plus stricte du motif justifiant l'exclusion, qui doit être « grave » ? Dans ce cas, à titre de comparaison, le motif tiré du simple risque d'exclusion du GIE pour une société retenu dans l'arrêt précité du 9 novembre 2022 pourrait ne pas suffire. D'ailleurs, comment prévoir quel motif est grave ou ne l'est pas assez ?

Enfin, il est mentionné que « l'associé peut également contester le prix de cession de ses actions ». Toutefois, en droit positif une partie ne peut utilement contester le prix devant le juge afin que celui-ci fixe le juste prix de la cession envisagée — ici, du rachat des actions. Le Conseil constitutionnel viserait-il alors ici l'abus dans la fixation du prix tel que le cas d'un prix dérisoire ? Même si c'était le cas, il ne s'agit que d'hypothèses rares, loin de ce que laisse paraître le juge constitutionnel.

⁷ Cass. com., 22 mars 2012, n° 11-10.855.

⁸ Cass. com., 9 nov. 2022, n° 21-10.540.

⁹ R. DUMONT, « L'exclusion d'un associé pour juste motif », *Revue des sociétés*, n° 3, mars 2023.

¹⁰ Cass. com., 21 oct. 1997, n° 95-13.891.

¹¹ E. SCHLUMBERGER, « La constitutionnalité des clauses statutaires d'exclusion de SAS », *Bulletin Joly Sociétés*, janv. 2023.

Proposition de directive sur les structures avec actions à votes multiples

Par Pétronille BOUHALLIER-CHAUVIN, Guillaume BUSSIERE, Agathe LEMOINE, Etienne SECONDY et Pierre-Olivier SCHULTZ

Le 7 décembre 2022, le Parlement européen a présenté une proposition de directive sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME. Cette proposition vise à permettre aux propriétaires d'entreprises d'opter pour des actions dotées d'une pluralité de droits de vote afin de leur permettre de lever des fonds sur certains compartiments des marchés boursiers tout en conservant le contrôle de la société ou faudrait-il écrire de *leur* société.

Si actuellement seuls peu de pays admettent les droits de vote multiples, la proposition tend à consacrer leur admission dans toute l'Union européenne, tout en limitant son champ d'application aux marchés de croissance des PME (*SME growth markets*). Néanmoins, si une minorité de pays admettent aujourd'hui cette structuration des classes d'actions, c'est bien le principe *one share-one vote* qui continue à innover l'inconscient collectif du droit des sociétés. Cet assouplissement s'il en rend ainsi essentielle la mise en place de garde-fous pour en amortir la transplantation.

La proposition de directive cherche ainsi un juste équilibre entre admission des droits de vote multiples et appréhension de leurs conséquences négatives.

En effet, elle consacre l'admission des droits de vote multiples afin de faciliter le financement des sociétés sur les marchés de croissance (I) tout en imposant des garanties associées essentielles à la protection des investisseurs et donc au succès des levées de fonds (II).

I. L'accès aux capitaux publics facilité par l'introduction des droits de vote multiples

Si la proposition de directive permet aux PME de se

doter de droits de vote multiples (A), la réception de cette admissibilité en droit français pourrait s'étendre à l'ensemble des sociétés cotées (B).

A. De nouvelles perspectives offertes aux PME par la directive

Par la démultiplication du droit de vote, la Commission européenne vise à offrir aux PME de nouvelles perspectives de développement et à uniformiser le droit à l'échelle de l'Union Européenne. Le rapport du Haut Comité Juridique de la place financière de Paris (HCJP) sur les droits de vote multiples rendu le 15 septembre 2022, rappelle les avantages d'un tel mécanisme.

Fondamentalement, les actions à droits de vote multiples permettent de conserver le pouvoir dans sa configuration précédant l'IPO. Les fondateurs de PME ne souhaitant pas entrer en bourse par peur de voir leur participation diluée, pourraient ainsi se barder d'actions à droits de vote multiples avant de coter les titres de leur société sur un marché de croissance.

Ce faisant, le fondateur se dote d'une défense anti-OPA particulièrement efficace : quand bien même le *raider* obtiendrait la majorité des actions en numéraire, rien ne lui garantirait le contrôle effectif de la société car le pouvoir en place disposera toujours de la majorité des voix. Plus largement, ces actions spécifiques peuvent se révéler être un outil protectionniste, visant à protéger le contrôle domestique des sociétés européennes dans un marché mondialisé.

A l'échelle de l'Union, cette proposition tend à remédier au *dumping* résultant d'une mosaïque hétéroclite de droits nationaux. En effet, *de lege lata*, la majorité des États membres à l'instar de

l'Allemagne¹, la Belgique, l'Italie ou la Pologne refusent encore d'admettre les droits de vote multiples. Cela étant, la question a peu à peu revêtu une coloration politique et est débattue partout : ainsi de l'*Ampelkoalition* allemande d'Olaf Scholz qui a inscrit cette résolution dans son traité de coalition (*Koalitionsvertrag*) de décembre 2021.

B. L'opportunité de l'admissibilité des actions à droits de vote multiples dans les sociétés cotées

Historiquement profondément attaché au principe *one share-one vote*², le droit français n'est pas imperméable à une logique dérogatoire et inégalitaire³. Ainsi, il autorise la création des actions de préférence à droits de vote multiples mais seulement pour les sociétés non cotées. L'article L. 228-11 du Code de commerce⁴, impose aux sociétés cotées la proportionnalité du droit de vote à la quotité de capital détenue, prohibant dès lors la détention d'actions à droits de vote multiples. Toutefois, à la lumière de la proposition présentée, une telle restriction devrait être levée attestant d'une perte de substance du principe de proportionnalité.

En effet, l'article 4 § 1 de la proposition examinée exige que les États membres ne fassent pas obstacle à « l'admission à la négociation d'actions d'une société sur un marché de croissance des PME au motif que cette société a adopté une structure avec actions à votes multiples ». Pour s'y conformer, plusieurs alternatives se présentent au législateur français : s'en tenir strictement aux exigences du texte en levant l'interdiction d'actions à droits de vote multiples pour les besoins de l'IPO des sociétés visées, ou oser la surtransposition, en ouvrant la faculté de détention d'actions à droits de vote multiple à l'ensemble des sociétés cotées.

Choisir une transposition *a minima* du texte, en limitant son champ d'application aux seuls marchés de croissance des PME, induirait une modification de dispositions relatives aux valeurs mobilières émises par les sociétés par actions⁵. Il faudrait alors envisager par exemple une section réservée aux dispositions propres aux sociétés cotées sur un marché de croissance (ou qui envisagent de l'être). En outre, comme certains auteurs l'ont rappelé⁶, les sociétés dont les titres sont cotés sur les marchés de croissance des PME ne sont pas toutes des PME puisque la directive MiFID II⁷ exige que ces dernières constituent au moins 50 % des émetteurs. La loi de transposition devra donc prévoir la possibilité d'émettre des actions à droits de vote multiples pour des sociétés qui ne sont pas des PME, et qui cherchent à faire admettre leurs actions sur un marché de croissance des PME. Cette approche demanderait alors au législateur un exercice délicat d'identification des sociétés bénéficiaires.

L'expression « *structure avec action à votes multiples* » souligne quant à elle la possibilité d'avoir plusieurs catégories d'actions à vote multiples⁸. Si la directive devait être transposée, sans doute que le législateur national, adapterait alors la structure des actions de préférence à droits de vote multiples, pour les admettre à la négociation d'actions d'une société sur un marché de croissance des PME.

Si ce texte est d'harmonisation minimale, il a néanmoins le mérite d'indiquer la ferveur du droit de l'Union à l'égard des actions à droits de vote multiples. L'article 3 de la proposition étudiée autorise expressément ces derniers à introduire des dispositions nationales permettant aux sociétés d'adopter des structures avec actions à votes multiples, au-delà du seul cadre de la directive.

Choisir une surtransposition du texte sera l'occasion d'introduire en droit français de telles actions pour

¹ Article 12 de l'*Aktiengesetz* : « *Mehrstimmrechte sind unzulässig* » (Les actions à droits de vote multiple ne sont pas admissibles).

² La Loi du 13 novembre 1933 *Sociétés par actions* portait une interdiction générale et absolue pour les sociétés de détenir des actions à droits de vote multiples.

³ C. GAUDIN, *Rapport d'information sur la notion de centre de décision économique et les conséquences qui s'attachent, en ce domaine, à l'attractivité du territoire national*, Rapport du Sénat n° 347, 2007, spéc. p. 250.

⁴ Par renvoi à l'article L.225-122 du Code de commerce.

⁵ Chapitre 8 *des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions*, titre II livre II C. Com.

⁶ B. LECOURT, *Droits de vote multiples : proposition de directive*, *Revue droits de sociétés* 2023, p.124.

⁷ Art. 33 §3 Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, 15 mai 2014.

⁸ T. BONNEAU, *Les actions à vote multiple*, *Revue des sociétés* 135 ; 7 mars 2023 p.135.

l'ensemble des sociétés cotées. Cette libéralisation est expressément soutenue dans le rapport du HCJP rendu sur ce sujet⁹, ainsi que par les praticiens¹⁰.

La surtransposition devrait se traduire par la modification de l'alinéa 1er de l'article L. 228-11 du Code de commerce, en supprimant les exigences du respect des articles L. 225-122 à L. 225-125 du même Code posant l'interdiction de telles actions pour les sociétés cotées.

Quel que soit *in fine* l'arbitrage du degré d'admission des actions à droits de vote multiples en droit positif français, le législateur national devra veiller à la mise en place des garanties exigées par la Proposition de directive concernant de telles actions.

II. La mise en place de garanties nécessaire au succès des levées de fonds

La proposition de directive impose la mise en place de garanties afin de respecter l'impératif de traitement équitable et non discriminatoire des actionnaires (A) et œuvre pour une transparence renforcée (B).

A. L'impératif de traitement équitable et non discriminatoire des actionnaires

La règle « *one share, one vote* » est souvent présentée comme « *indissociable du principe d'égalité [entre les] actionnaires* »¹¹ et y déroger comme une infâmie menant à des « *ruptures d'égalité inadmissibles* »¹². Il est vrai que des abus furent observés dans la pratique française des années 1900-1930¹³ et furent alors décrits comme transformant les actions à droits de vote multiples « en

instrument de dictature »¹⁴. Bien qu'il soit aujourd'hui souligné que de telles dérives sont désormais moins probables en raison « *des remarquables progrès réalisés sur le plan de la réglementation/régulation des marchés de capitaux* » et de la mutation de la population actionnariale au cours des dernières décennies « *du fait de sa concentration et de sa professionnalisation* »¹⁵, elles ne peuvent être totalement oubliées.

C'est pour ces raisons que la Commission a consacré un article entier de son projet à ce qu'elle a ambitieusement nommé des « *garanties pour un traitement équitable et non discriminatoire des actionnaires d'une société* ». La Commission a consacré deux catégories de mesures : certaines obligatoires et d'autres facultatives. Cette seconde catégorie a pour principale fonction de rappeler que le projet de la Commission vise à une harmonisation minimale des législations des États membres¹⁶ puisqu'elle lui confère un caractère facultatif et non-limitatif¹⁷.

La Commission envisage d'imposer aux États membres l'introduction dans leur législation nationale soit un ratio maximal du poids des actions à votes multiples accompagné d'un pourcentage maximal du capital social en circulation pouvant être représenté par l'ensemble des actions à votes multiples, soit une restriction à l'exercice des droits de vote privilégiés attachés aux actions à votes multiples pour les questions devant être tranchées par l'assemblée générale des actionnaires par une approbation à une majorité qualifiée. La souplesse de la Commission se distingue du rapport rendu le 15 septembre dernier par le HCJP. Ce dernier se montre plus radical en recommandant de rendre obligatoires non seulement les deux restrictions susmentionnées¹⁸ mais aussi

⁹ Haut comité juridique de la place financière de Paris, *Rapport sur les droits de vote multiples*, 15 sept. 2022.

¹⁰ H. LE NABASQUE, *Droits de vote multiples et sociétés cotées*, revue droit bancaire et financier nov./déc 2022.

¹¹ B. de Roulhac, « Paris ouvre la porte aux droits de vote multiples », *l'Agefi Quotidien*, 27 sept. 2022.

¹² J. Escarra, E. Escarra et J. Rault, *Traité théorique et pratique de droit commercial - Les sociétés commerciales*, t. 3, Sirey, 1955, n° 1105.

¹³ Les actions à droits de vote multiples furent admises en droit français, la doctrine ayant déduit leur légalité de telles actions de la loi du 16 novembre 1903. Les dernières actions furent supprimées suite à leur prohibition (lois des 26 avril 1930 et 13 novembre 1933).

¹⁴ J. Escarra, E. Escarra et J. Rault, *Traité théorique et pratique de droit commercial - Les sociétés commerciales*, t. 3, Sirey, 1955, n° 1105.

¹⁵ A. Pietrancosta, « Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse », *BJS* janv. 2023.

¹⁶ COM(2022)761 final, 7 déc. 2022 cons. 1 et art. 3.

¹⁷ *Ibid.*, art. 5, 2.

¹⁸ Simplement, ce dernier ne désigne comme décisions concernées par la seconde alternative toutes les décisions adoptées à la majorité qualifiée. Il laisse au législateur le soin d'établir une des décisions concernées, préconisant de façon non exhaustive certaines autres mesures : Haut comité juridique de la place financière de Paris, *Rapport sur les droits de vote multiples*, 15 sept. 2022., §§91-101.

d'autres mesures¹⁹ afin d'éviter une dissociation trop forte entre pouvoirs politique et financier²⁰ et donc de mieux protéger les associés minoritaires.

La Commission envisage également d'imposer que les actions à vote multiple « soient approuvées par une majorité qualifiée telle que prévue par le droit national ». Ce choix peut paraître étonnant, sachant que l'unanimité est un instrument plus efficace afin de protéger l'égalité entre associés.

Enfin, cet article ne prévoit pas la sanction applicable en cas de dilution abusive que pourrait accueillir la figure de l'abus de majorité. Dans l'hypothèse où il décide de contester la décision, se pose la question du fondement de sa contestation puisque le projet n'en prévoit aucun. Une contestation sur le fondement de l'abus de majorité pourrait souffrir le fardeau de la démonstration de la contrariété à l'intérêt social puisque la démultiplication du vote sera motivée par l'entrée en bourse future de la société et donc l'accès à un financement par capitaux propres. rajout du point.

B. L'exigence d'une transparence renforcée

Les exigences de transparence portées par la présente proposition de directive sont à renforcer. Son article 6 dispose que « les États membres veillent à ce que les sociétés ayant des structures avec actions à votes multiples dont les actions sont négociées ou vont être négociées sur un marché de croissance des PME publient (...) des informations détaillées sur l'ensemble des éléments suivants : c) l'identité des détenteurs de tout titre comprenant des droits de contrôle spéciaux et une description de ces droits. e) l'identité des actionnaires détenant des actions à votes multiples et de la personne physique ou morale habilitée à exercer les droits de vote pour le compte de ces actionnaires, le cas échéant ».

Le traitement et la publication des données relatives

à ces actionnaires par l'entreprise a pour objectif de garantir aux investisseurs une transparence suffisante sur l'actionnariat et leur permettre de s'engager en connaissance de cause. C'est par ailleurs ce que le considérant 13 de la proposition ambitionne de faire ; la « décision d'investissement en connaissance de cause renforce à la fois la protection des investisseurs et l'efficacité du marché ».

Ainsi, certains auteurs préconisent un devoir d'information à la charge des sociétés envers les investisseurs portant sur l'identité des détenteurs d'actions à droits de vote multiples et des personnes physiques habilitées à exercer les droits de vote en leur nom²¹. A l'inverse, il ressort d'un avis du Contrôleur Européen de la Protection des Données (CEPD) en date du 6 février 2023²² que la proposition de directive porterait atteinte au droit au respect de la vie privée et à la protection des données à caractère personnel des actionnaires visés par les dispositions de l'article 6. A ce titre, il a été recommandé de rajouter un considérant confirmant l'applicabilité du Règlement Général sur la Protection des Données (RGPD) au traitement des données à caractère personnel des actionnaires prévu par la proposition²³.

A ce titre, la position du CEPD rappelle une décision récente de la Cour de Justice ayant considéré que l'accès au grand public aux informations concernant les bénéficiaires effectifs constituait une atteinte aux droits fondamentaux au respect de la vie privée et à la protection des données personnelles consacrées par les articles 7 et 8 de la Charte des Droits Fondamentaux de l'Union Européenne de 2000²⁴.

Dès lors, il est nécessaire de réussir à coordonner les différents intérêts en présence ; protéger et faciliter l'accès au marché. Finalement, les règles portées par la proposition de directive « n'ont rien d'étonnantes »²⁵, reste dorénavant à savoir quelle sera la teneur définitive de cette directive et comment celle-ci sera transposée.

¹⁹ v. Haut comité juridique de la place financière de Paris (HCJP), *Rapport sur les droits de vote multiples*, 15 sept. 2022., §77 et suivants.

²⁰ Cette dissociation fut notamment considérée comme l'une des causes de la crise de 1929 : v. C. Coupet, *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, préf. H. Synvet, LGDJ, 2015, spéc. n° 106.

²¹ B. LECOURT, « Droits de vote multiples : proposition de directive », *Revue des sociétés* 2023, p. 124.

²² European Data Protection Supervisor, *Avis 4/2022*, 6 février 2023.

²³ *Ibid.*

²⁴ CJUE, 22 novembre 2022, WM (C-37/20), Sovim SA (C-601/20)/Luxembourg Business Registers.

²⁵ T. BONNEAU, « Les actions à vote multiple », *Revue des sociétés* 2023, p. 135.

Les droits des actionnaires minoritaires à l'épreuve d'une opération de sortie de cote

Par Alexandre ARHAN, Simon COHEN, Marie CONJARD, Agathe GUICHARD, Tom MARTIN et
Timothé VALOGNES

L'offre publique d'achat (OPA) lancée par l'Etat fin novembre 2022, en tant qu'actionnaire majoritaire d'EDF (Electricité de France), pour retirer le géant du nucléaire de la bourse a mis en lumière un mécanisme particulier des marchés financiers : le retrait obligatoire. Ce mécanisme permet notamment à un actionnaire majoritaire de contraindre les actionnaires minoritaires à céder leurs titres afin de retirer l'entreprise de la cotation. Dénoncé comme une spoliation des droits des actionnaires minoritaires, le mécanisme de retrait obligatoire est pourtant nécessaire pour améliorer l'attractivité et le bon fonctionnement des marchés financiers.

En effet, la cotation en bourse souffre aujourd'hui d'une certaine impopularité, et est concurrencée par des modes alternatifs de financement (capital investissement, financement participatif...). En cause notamment, le cadre réglementaire lourd et coûteux pour les entreprises, ainsi que les difficultés à pouvoir se retirer facilement des marchés. Ces raisons peuvent alors freiner les investisseurs et faire ainsi perdre à la société l'intérêt de l'introduction en bourse. Pour redonner aux marchés financiers de l'attractivité, les législateurs nationaux et européens tentent donc de renforcer les possibilités d'en sortir, espérant ainsi rendre plus favorable les introductions en bourse (puisque'il est plus facile de sortir la cote, il y a moins de barrières à vouloir s'introduire en bourse).

En ce sens, les mécanismes tels que les offres publiques de retrait ou le retrait obligatoire, offrent aux sociétés et aux investisseurs cette flexibilité. Ils permettent aux sociétés de retirer l'ensemble de leurs titres du marché, et ainsi sortir de la cote en abandonnant le statut de société faisant appel public à l'épargne. Ces mécanismes peuvent toutefois parfois être exercés au détriment des actionnaires minoritaires. Ainsi, il est intéressant de constater que des mécanismes très favorables aux sorties de cote, et donc participant à l'attractivité des marchés,

permettent tout de même de créer une situation de précarité pour les actionnaires minoritaires.

Dès lors, en quoi les mécanismes de retrait de cote traduisent-ils une recherche d'équilibre entre l'attractivité des marchés et la protection des droits des minoritaires ?

Les mécanismes de retrait ont été conçus pour redonner aux marchés de l'attractivité en permettant à une entreprise de sortir plus rapidement de la bourse (I). Cette sortie rapide de la bourse est faite au détriment des actionnaires minoritaires, qui semblent inéluctablement poussés à céder leurs titres. Les actionnaires minoritaires sont ainsi dans une situation de précarité, celle-ci doit toutefois être relativisée (II).

I. Des mécanismes facteur d'attractivité des marchés financiers

L'offre publique de retrait (OPR) offre un droit de retrait aux actionnaires minoritaires dont les titres sont négociés sur un marché réglementé. Elle constitue également un moyen pour le ou les actionnaires majoritaires de retirer les titres du marché afin de quitter la bourse. Une offre publique de retrait peut être initiée dès lors qu'un actionnaire détient plus de 90 % du capital ou des droits de vote. L'OPR peut en revanche être imposée par les actionnaires minoritaires justifiant une illiquidité de ces titres¹. Dans ce cas, les actionnaires minoritaires doivent s'adresser à l'AMF qui pourra, si les conditions sont réunies, obliger l'actionnaire majoritaire à proposer une offre publique de retrait. L'actionnaire majoritaire peut également se voir imposer l'initiation d'une offre publique de retrait en cas de modification significative des statuts, qui porterait atteinte aux droits des minoritaires². Ce mécanisme est donc également pensé pour protéger l'actionnaire minoritaire, qui demeure toujours libre de ne pas apporter ses titres

¹ Cass., Com., 6 mai 1996, n°94-13708.

² Art. L.433-4 C. Com.

en cas d'OPR initiée par l'actionnaire majoritaire.

Néanmoins, le législateur a introduit un second mécanisme, beaucoup moins favorable aux actionnaires minoritaires, permettant de les contraindre à céder leurs titres. Il s'agit du retrait obligatoire, ou *squeeze out*, qui permet une exclusion forcée des actionnaires minoritaires. Cette procédure n'est possible qu'à la suite d'une offre publique³ et, si les titres encore présents sur le marché n'excèdent pas les seuils cumulatifs de 10 % du capital et des droits de vote. Ce retrait obligatoire, particulièrement attentatoire au droit de propriété des actionnaires, demeure simplement une faculté offerte à l'actionnaire majoritaire, et si elle est exercée, les minoritaires recevront en compensation une indemnisation.

Ces mesures de retrait, qu'elles soient facultatives ou obligatoires, sont justifiées par de nombreux motifs économiques. En effet, le nombre résiduel de titres disponibles sur le marché peut altérer la liquidité de ces titres, c'est-à-dire l'aptitude à céder ou acquérir ces titres sur le marché, sans que cela n'ait d'impact majeur sur leurs prix. L'illiquidité des titres a ainsi une influence négative sur le cours boursier et justifie, en soi, un retrait de cote. Les mécanismes de retrait, dans ces conditions, se justifient alors aussi bien du point de vue des actionnaires majoritaires, que des actionnaires minoritaires. Pour l'actionnaire majoritaire, la présence de titres flottants ayant perdu leur liquidité pourrait faire craindre une "capture" de l'entreprise par le marché : les titres étant peu liquides, et détenus par quelques investisseurs minoritaires, le majoritaire aura des difficultés à racheter les titres, en l'absence de tout mécanisme de retrait, s'il souhaite retirer l'entreprise du marché. Pour les actionnaires minoritaires, le constat de l'illiquidité des titres crée également une crainte de ne jamais pouvoir céder les titres, d'autant plus lorsque l'illiquidité est liée à la structure actionnariale et la présence d'un actionnaire ultra majoritaire. Ainsi, du point de vue de l'efficacité de la gouvernance, le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires se justifie par une volonté d'éviter un blocage de ces derniers lorsque toutes les conditions sont réunies

pour retirer l'entreprise de la cotation.

Dès lors, les mécanismes de retrait apparaissent comme nécessaires pour qu'existe toujours un moyen de provoquer la cession des titres flottants, et ainsi sortir de la bourse. Ces mécanismes assurant une flexibilité aux investisseurs comme aux entreprises, ils contribuent à l'attractivité du marché. En effet, une entreprise peut trouver un certain nombre d'avantages à se retirer de la cote. Par exemple, les frais de cotation étant assez élevés, les entreprises n'ont pas de véritable intérêt à supporter ces coûts lorsque peu de titres restent flottants. Une entreprise peut également avoir intérêt à se retirer du marché lorsque celui-ci n'est plus adapté à ses besoins. En effet, l'actionnaire majoritaire d'une entreprise peut parfois concevoir l'avenir de la société sur le long terme. Toutefois, cette logique de long terme peut, dans certains cas, échapper aux investisseurs sur le marché, dont l'action est davantage guidée par une logique de rentabilité à court ou moyen terme. Plus largement, le mécanisme de retrait obligatoire était présenté à l'origine comme un moyen de défense contre les prises de participation de court terme⁴. En ce sens par exemple, la décision de « renationalisation » du capital d'EDF s'inscrit dans le vaste programme de l'Etat français visant à se recentrer sur les politiques énergétiques. Cela fait suite aux crises qu'a connu et que connaît actuellement la France, qui impactent largement le secteur énergétique. Aussi, la procédure menée par l'Etat vise essentiellement à se placer dans un très large programme de développement du secteur nucléaire qui ne pourra aboutir que si ce géant de l'énergie sort effectivement de la cotation. Cette dernière répond en effet davantage à une logique de court terme, alors que, pour permettre la mise en œuvre du plan de renouvellement du parc nucléaire, l'Etat a besoin que la stratégie d'EDF réponde à une logique de long terme.

Conscient de l'importance de ces mécanismes de retrait, le législateur, par le biais de la loi Pacte⁵, a récemment abaissé le seuil de détention minimum permettant d'initier à une OPR à 90 % du capital

³ Soit une offre publique de retrait demeurée incomplète ou à la suite d'une offre publique dès lors qu'il reste un reliquat de titres non apportés.

⁴ Sont notamment visées les prises de participation minoritaires des fonds activistes, qui tentent d'acquérir une minorité de blocage pour mieux négocier ensuite la cession de leurs titres, à des conditions économiquement avantageuses.

⁵ La Loi PACTE du 22 mai 2019 a abaissé le seuil de 95% à 90% dans son article 75, I, 3°, a) et b) modifiant ainsi l'article L. 433-4, II, 1, du Code monétaire et financier.

ou des droits de vote. De même, en matière de retrait obligatoire, le seuil de détention du capital et des droits de vote est passé de 95 % à 90 %. Ces assouplissements s'inscrivent dans une volonté accrue de rendre la bourse plus attractive, plus flexible, et plus adaptée aux besoins des investisseurs et des entreprises.

Les mécanismes de retrait sont donc importants pour l'attractivité des marchés : en facilitant les sorties de cote, le législateur encourage les entrées en bourse. Toutefois, pour offrir cette flexibilité et permettre aux entreprises de sortir rapidement du marché, les mécanismes de retrait consistent en pratique à provoquer la cession, forcée ou non, par les actionnaires minoritaires, de leurs titres. Si cette cession est justifiée économiquement, le recours à ces mécanismes est parfois « radical » et précarise fortement la situation des actionnaires minoritaires.

II. La précarité relative des actionnaires minoritaires

Deux mécanismes permettent donc à l'actionnaire ultra majoritaire, qui souhaite sortir de la cote, de procéder au rachat des titres détenus par des actionnaires minoritaires. Par leurs effets, ces mécanismes sont clairement un facteur de précarité pour l'actionnariat minoritaire. Le retrait obligatoire constitue en ce sens une forme "d'expropriation" des actionnaires minoritaires, qui ne pourront en tout état de cause s'opposer à la cession de leurs titres, alors même qu'ils n'ont pas consenti à cette cession. Au-delà de l'atteinte à leur droit de propriété, la cession forcée des actions compromet les plans d'investissement des minoritaires. Alors que l'investisseur minoritaire pouvait avoir fait le choix d'acquérir les actions d'une société en espérant une rentabilité à long terme de son investissement, le retrait obligatoire anéanti toute perspective de gain, espérée sur le long terme. Par ailleurs, même en cas d'offre publique de retrait, qui ne présente donc aucun caractère contraignant, la simple menace d'un retrait obligatoire peut conduire, de facto, à contraindre les actionnaires minoritaires à céder leurs titres.

Les minoritaires semblent dans une situation précaire dès lors que le cumul de leurs participations est inférieur à 10 % du capital et des droits de vote. En pratique, il serait possible de questionner ce seuil de précarité, et se demander si la précarité des minoritaires n'est pas déjà tangible dès lors qu'un actionnaire majoritaire détiendrait seul 85 % du capital, 80 %, voire moins. En effet, l'offre publique d'acquisition, mise en œuvre dans la perspective assumée d'effectuer ensuite un retrait obligatoire, pourrait permettre à un actionnaire majoritaire, qui ne détiendrait pas encore les 90 % de capital et de droits de vote, d'obtenir in fine la participation nécessaire lui permettant effectivement d'exercer un retrait obligatoire. Le cas d'EDF illustre une nouvelle fois cela : lorsque l'Etat a annoncé procéder au rachat de l'intégralité des titres présents sur le marché⁶, il détenait « seulement » 84 % des titres d'EDF, soit une participation insuffisante pour bénéficier du retrait obligatoire. Aussi, ce n'est que grâce au succès de l'offre publique d'achat, que l'Etat pourra retirer complètement le reste des titres flottant du marché.

Plus mécaniquement, des opérations propres au droit des sociétés, telle qu'une augmentation de capital à laquelle souscrirait l'actionnaire majoritaire, pourraient conduire à diluer les actionnaires minoritaires, et ainsi renforcer la position de l'actionnaire majoritaire. *A fortiori*, ce raisonnement vaut lorsque l'actionnaire majoritaire dispose de bons de souscription d'actions, d'obligations convertibles en actions ou tout autres formes de titres lui donnant accès au capital. La combinaison de ces différentes opérations peut ainsi conduire à une véritable précarisation des actionnaires minoritaires, même si ceux-ci détiennent ensemble plus de 10 % du capital et des droits de vote.

Pour pallier cette précarité des actionnaires minoritaires, plusieurs obligations d'information pèsent sur la sociétés et l'actionnaire majoritaire. La prise d'information a pour but d'assurer un minimum de transparence sur la stratégie d'éviction et de sortie de la cotation mise en place par l'actionnaire majoritaire. Cependant, l'information des actionnaires minoritaires est parfois susceptible d'apparaître relativement insuffisante pour assurer le

⁶ L'Etat a annoncé dès le départ sa volonté de retirer EDF de la bourse et ainsi d'organiser, à la suite de l'offre publique d'achat, un retrait obligatoire dans le cas où il resterait des titres sur le marché à l'issue de la première procédure.

principe d'égalité de traitement et d'information⁷.

Tout d'abord, la note d'information fournie par l'initiateur de l'offre publique de retrait⁸ est généralement très technique et difficile à appréhender pour les actionnaires qui n'ont pas de connaissances financières approfondies. Ensuite, il est tout à fait envisageable que les actionnaires minoritaires soient confrontés à des pressions pour céder leurs actions à l'initiateur de l'OPR. Ces pressions peuvent prendre différentes formes, il peut s'agir de campagne de communication visant à persuader les actionnaires de céder leurs actions, d'offres avantageuses pour les actionnaires qui acceptent l'offre rapidement, ou la menace de voir leur participation diluée si l'OPR réussit. Les accusations d'actionnaires minoritaires, qui se sont dit victimes de pressions, lors de l'OPR lancée par le groupe italien Luxottica sur le groupe français Essilor en 2017, en sont un exemple. Quoi qu'il en soit, et pour remédier à l'éventuelle carence de l'information, les actionnaires minoritaires ont toujours la possibilité de s'adresser à des experts, voire à l'AMF, afin d'obtenir des éclaircissements sur l'OPR.

Ces difficultés ne sont donc pas insurmontables, mais illustrent, en réalité, une certaine limite à l'effectivité du principe d'égalité de traitement entre les actionnaires. Cela témoigne de l'existence d'asymétries d'information dans le cadre du retrait obligatoire, au détriment des actionnaires minoritaires.

Ces asymétries d'information pourraient se révéler particulièrement préjudiciables aux actionnaires lorsqu'il est procédé à la détermination de la valeur de l'action dans une offre publique de retrait et a *fortiori* lors d'un retrait obligatoire. Aussi, la directive relative à la protection des actionnaires minoritaires⁹ énonce, par des critères objectifs et communs aux Etats membres de l'Union, une méthode de fixation du prix de l'action dans le cadre d'une offre publique d'achat. La directive précise que, par principe, l'offre obligatoire d'acquisition de tous les titres de la société cible de l'OPA se fait à un prix équitable, qui

correspond au prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, pendant une période déterminée, à l'actionnaire minoritaire. A défaut, ce dernier est en mesure de demander une indemnisation effective et suffisante¹⁰. En France, pour faciliter la fixation de ce prix de manière équitable et afin de défendre au mieux les intérêts des actionnaires minoritaires, un expert indépendant sera désigné par la société cible et procédera à une fixation objective du prix des actions. S'agissant d'une offre publique de retrait ou d'un retrait obligatoire, l'opération étant particulièrement sévère pour les actionnaires minoritaires, le prix de rachat d'action (OPR) ou l'indemnisation (RO) proposé aux actionnaires est souvent égal au prix de rachat de l'action dans le cadre de l'OPA qui a précédé l'OPR ou le RO. A défaut, le prix est fixé par un expert indépendant dans les mêmes termes que pour l'OPA¹¹.

Le fait que la valeur de l'action soit identique dans le cadre de l'offre publique d'acquisition et le retrait obligatoire, lorsque les deux mécanismes sont utilisés consécutivement, peut produire un effet incitatif pour les actionnaires minoritaires. En effet, il n'est pas dans leur intérêt d'attendre et de refuser de céder leurs titres dans le cadre de l'offre publique d'achat, si, en tout état de cause, ils se voient imposer cette cession au même prix au terme du retrait obligatoire. C'est notamment dans cette perspective que, dans le cadre du rachat par l'Etat des titres d'EDF, ce dernier avait dès le lancement de l'offre publique d'acquisition, annoncé que celle-ci serait suivie d'un retrait obligatoire aux mêmes conditions tarifaires. Ainsi, si l'effet incitatif décrit facilite la sortie de cote en encourageant les minoritaires à céder leurs actions, il contribue également à la précarité de ces derniers.

Plus largement, l'absence de critères précis relatifs à la détermination de la valeur de l'action, peut conduire à des crispations du point de vue des actionnaires minoritaires. Ces derniers peuvent ainsi se sentir lésés par la valeur de l'action ou l'indemnisation proposée, sans pour autant disposer de moyens efficaces de s'opposer à la cession de leurs titres et donc à leur

⁷ Art. 231-7 du Règlement général de l'AMF.

⁸ Art. 231-18 du Règlement général de l'AMF.

⁹ Directive relative à la protection des actionnaires minoritaires du 21 avril 2004 - N°2004/25.

¹⁰ CJUE, 10 déc. 2020, no C-735/19.

¹¹ A noter que ce prix est parfois supérieur, par exemple si des événements susceptibles d'influer sur la valeur des actions se sont révélés après le lancement de la procédure.

« expropriation ». En effet, par la combinaison des différents mécanismes du droit boursier, l'actionnaire ultra majoritaire pourra presque toujours obtenir le retrait des titres du marché, malgré les réticences d'actionnaires minoritaires¹².

L'ultime rempart à la précarité de l'actionnariat minoritaire pourrait alors être trouvé dans le droit des sociétés et plus particulièrement dans l'abus de majorité. Pour être considéré comme constitutif d'un abus de majorité, le retrait obligatoire devrait constituer une décision contraire à l'intérêt social, prise pour avantager l'actionnaire majoritaire, au détriment des minoritaires. Toutefois, cette protection peut en réalité se révéler plutôt théorique. Tout d'abord, il peut être difficile de démontrer en quoi une sortie de cote pourrait être une décision contraire à l'intérêt social au vu de l'ensemble des motifs économiques qui peuvent justifier une sortie des marchés financiers. De plus, les règles concernant la fixation de l'indemnisation dans le retrait obligatoire permettent justement d'éviter que l'opération se fasse au détriment des actionnaires minoritaires.

Les mécanismes permettant aux sociétés de se retirer du marché mettent ainsi en exergue une précarité certaine des actionnaires minoritaires. Cette précarité peut toutefois sembler légitime en ce qu'elle traduit une volonté de redonner aux marchés une certaine attractivité. Le législateur semble ainsi faire le choix, pour renforcer l'attractivité des marchés, de privilégier l'approche de long terme de l'actionnaire majoritaire en lui donnant les moyens de sortir facilement des marchés.

¹² L'affaire EDF illustre une nouvelle fois ce propos : plusieurs recours ont été intentés par des associations de défense d'actionnaires minoritaires devant la cour d'appel de Paris pour contester l'offre publique d'achat et la valorisation de l'action. La décision ne sera connue qu'en mai. Toutefois, l'Etat a déjà annoncé la suite des opérations, en exposant à la fois le cas où l'OPA serait invalidée par la cour d'appel, et le cas où le recours serait rejeté. *In fine*, il apparaît clairement que par le jeu des différents mécanismes et un effet incitatif, l'Etat parviendra à obtenir la cession (forcée ou non) de l'ensemble des titres détenus par les actionnaires minoritaires, et donc le retrait d'EDF du marché.

Retour d'expérience de Guilhem LE GARS, 30ème promotion du Magistère (2016-2019), avocat en droit pénal des affaires

Par Iulia MANDA et Raphaël PORTZER



Guilhem LE GARS

Avocat en droit pénal des affaires

« Viser les sommets pour atteindre les hauteurs » : c'est le conseil que l'ancien étudiant du MDAE, Guilhem LE GARS, donne à la nouvelle génération des magistrétiens, après avoir surmonté les défis de l'entrée dans la profession d'avocat. Actuellement collaborateur dans le cabinet Marsigny Gosset, il se distingue déjà par sa capacité de traiter des affaires juridiques complexes aux enjeux importants. Dès le début de son parcours professionnel, Maître LE GARS a visé l'excellence dans un esprit de persévérance, par la participation à des concours, par la recherche d'opportunités à l'aide des stages et, notamment, par une formation juridique rigoureuse.

Son parcours universitaire commence avec ses années d'études en Classe préparatoire D1, où il étudie le droit et l'économie. Il a ainsi participé à son premier concours de plaidoirie Lysias, où il a été finaliste. Cette expérience lui a permis de découvrir sa passion pour le droit pénal et pour la dimension orale du métier d'avocat. Les admissions au MDAE et au Master 2 Droit des affaires, dirigé par Monsieur le Professeur Hervé LE NABASQUE, l'ont conforté

dans son choix de l'étude du droit des affaires. Il a pu découvrir la pratique juridique en effectuant des stages.

Malgré une formation académique principalement concentrée sur le droit des affaires, l'ancien étudiant du Magistère s'est tourné avec passion vers le droit pénal, en tirant son savoir de l'expérience pratique. Il a construit ses bases en droit pénal à l'aide des enseignements du président de la chambre 5-12 de la cour d'appel de Paris (spécialisée en délinquance financière et contentieux fiscal), où il a fait son stage en juridiction. Il a également eu plusieurs expériences en cabinets d'avocat, en cohérence avec sa spécialisation en droit pénal des affaires.

Par la suite, il a préparé l'examen d'accès au centre régional de formation professionnelle d'avocats (CRFPA), qu'il a obtenu au début de son Master 2. En parallèle, il a représenté avec cinq camarades du MDAE l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne lors du Concours d'Arbitrage International de Paris (CAIP) qu'ils ont remporté en 2019. Dans le but de

compléter sa formation à l'École de Formation des Barreaux (EFB), il a effectué des stages en cabinet en droit pénal chez Kiejman-Marembert et Marsigny Gosset, et a choisi de partir à Londres, au Crédit Agricole (droit financier), en vue de réaliser son projet pédagogique individuel. Afin de partager sa passion pour le droit avec les étudiants, il est chargé de TD en droit des contrats à Paris 1 depuis son entrée à l'EFB.

L'ancien magistérien nous conseille de rester ambitieux et d'avoir le courage de « mettre le pied dans la porte des cabinets » et de se porter candidats sans peur de refus, afin de contourner la difficulté d'entrée sur le marché du travail. C'est ainsi qu'il est devenu collaborateur chez Marsigny Gosset Avocats, où il a pu mobiliser ses compétences techniques et ses capacités relationnelles avec les clients. Parmi ses affaires notables, figure le procès très médiatisé de la SNCF en 2022 à l'occasion de la catastrophe ferroviaire de Brétigny-sur-Orge. Finalement, il considère que la conservation de sa passion pour le droit, ainsi que le maintien d'un esprit de camaraderie avec ses collègues au MDAE, ont contribué à son succès professionnel.

Rencontre de Madame Caroline BERGERON

Par Iulia MANDA et Raphaël PORTZER

Le 9 décembre 2022, le Magistère de droit des activités économiques a eu l'occasion de se rendre au siège social de LVMH afin de rencontrer Mme Caroline BERGERON, directrice juridique du groupe et marraine de la 35^e promotion. Cette rencontre a permis de comprendre l'importance et le fonctionnement de la direction juridique au sein d'une société cotée.

Mme Caroline BERGERON nous a présenté son parcours académique, qui ne commence pas avec le droit, mais par la réussite de Science Po Paris après son baccalauréat. Toutefois, elle ne poursuit pas à l'ENA et intègre HEC, puis obtient ensuite une licence de droit et un DESS en fiscalité. Elle réussit l'examen du barreau et se spécialise en M&A. Elle continue sa carrière chez LVMH, où elle devient finalement directrice juridique.

Eu égard aux principales attributions de la direction juridique de la holding LVMH, elle veille au bon développement du groupe par le regard des différentes acquisitions ou fusions. Elle participe notamment au maintien d'une relation de confiance entre la holding et les différentes maisons détenues, en laissant un espace de liberté de gestion pour ne pas perturber la culture entrepreneuriale propre à chaque filiale. La sauvegarde des intérêts du groupe, d'un point de vue juridique, consiste surtout dans la gestion préalable des problèmes de gouvernance et du contentieux. À cela, s'ajoute la veille au respect des réglementations relatives au droit de la concurrence et au droit boursier, ainsi que l'analyse constante des enjeux financiers importants et, finalement, le maintien d'une bonne image du groupe.

Par ailleurs, la direction juridique de la Holding implique nécessairement l'initiative de réaliser des projets divers et ambitieux. Il convient de citer ainsi la fondation Louis Vuitton, ou même le développement de la blockchain pour améliorer la traçabilités des produits de luxe. Mme BERGERON souligne qu'une direction juridique de cette ampleur nécessite des relais étrangers, notamment sur les marchés américains et asiatiques. Eu égard aux enjeux en cause, Mme BERGERON insistait sur la nécessité d'une réactivité des membres de l'équipe

juridique, puisque des nombreux projets innovants ne bénéficient pas encore d'une réglementation spécifique.

Nous remercions Mme Caroline BERGERON d'avoir répondu à nos nombreuses questions.

Avec l'aimable participation de



Gazette du Magistère - Edition Juin 2023