



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### Directive OPA et gouvernance d'entreprise durable

Winter, J.W.

**Publication date**  
2021

**Published in**  
Bulletin Joly bourse

[Link to publication](#)

#### **Citation for published version (APA):**

Winter, J. W. (2021). Directive OPA et gouvernance d'entreprise durable. *Bulletin Joly bourse*, (03), 37-43. [03].

#### **General rights**

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

#### **Disclaimer/Complaints regulations**

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

**Directive OPA et gouvernance d'entreprise durable**

Issu de Bulletin Joly Bourse - n°03 - page 37

Date de parution : 01/05/2021

Id : BJB200a9

Réf : BJB mai 2021, n° 200a9, p. 37

Auteur :

Jaap Winter, professeur de droit international des sociétés à l'université d'Amsterdam, professeur de droit, de gouvernance et de comportement des entreprises à la Vrije Universiteit Amsterdam

Le communiqué de l'AMF du 2 avril 2021 dans l'affaire Veolia-Suez se fonde notamment sur la directive OPA alors que cette dernière est dépourvue d'ambiguïté sur la faculté pour les États membres – exercée par la France avec loi Florange – d'autoriser les administrateurs à faire échec aux offres publiques visant leur société. Il pourrait d'ailleurs être envisagé d'aller plus loin en réformant la directive OPA pour l'adapter aux enjeux sociaux et environnementaux, qui exigent une attention croissante.

**Note de l'auteur**

*NDA – L'auteur est l'ancien président du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés qui a conseillé la Commission européenne sur la manière de créer des conditions équitables pour les offres publiques d'achat en Europe en 2002. L'auteur a été consulté par la société Suez après la publication du communiqué du 2 avril 2021 de l'AMF, sur lequel v., dans ce numéro, H. Synvet, « L'AMF, le juge et le communiqué », BJB mai 2021, n° 200a3.*

L'offre publique d'acquisition sur une société cotée en Bourse, qui permet à l'initiateur d'acquérir le contrôle de la société cible, est à l'intersection du droit des sociétés et du droit boursier. Des concepts et des points de vue différents sur ce que sont les sociétés, sur les rôles et les pouvoirs des actionnaires et des conseils d'administration des sociétés, sur la manière dont les marchés boursiers devraient fonctionner et être réglementés, et sur la manière dont tout cela est lié au projet de marché unique européen, se sont affrontés lorsque les États membres ont cherché à se mettre d'accord sur une directive relative aux offres publiques d'acquisition. La directive sur les offres publiques d'acquisition, dite directive OPA, qui a finalement été adoptée en 2004<sup>1</sup>, porte les traces de ce conflit sur la possibilité pour les actionnaires de décider librement des mérites d'une offre et pour les conseils d'administration de faire échouer une offre. L'article 12 permet aux États membres de décider eux-mêmes s'ils souhaitent imposer deux règles fondamentales de la directive, à savoir la règle de neutralité du conseil d'administration (art. 9) et la règle de neutralisation des défenses ou *break-through* (art. 11). Le Conseil et le Parlement ont finalement décidé de ne pas harmoniser cette règle fondamentale et ont accepté un marché fragmenté pour la réglementation des offres publiques dans l'Union européenne (UE). Entre-temps, les préoccupations mondiales ont évolué. Les enjeux sociaux (inégalités croissantes en termes de richesse, d'opportunités et d'exposition aux risques ; dégradation de la cohésion sociale lorsque la production est délocalisée dans des pays à faibles coûts ; droits de l'homme) et environnementaux (changement climatique, dommages environnementaux, dégradation de la biodiversité) sont devenus pressants et exigent une attention croissante. La Commission européenne a lancé une consultation sur une initiative réglementaire qui permettrait une meilleure prise en compte du développement durable dans la gouvernance d'entreprise et doit publier une première proposition cet été (« Initiative pour une gouvernance d'entreprise durable »). Cette initiative s'inscrit dans le cadre plus large de l'agenda de l'UE sur le *Green Deal*, qui comprend également une révision de la directive sur l'information non financière<sup>2</sup> afin de renforcer la visibilité des questions liées au développement durable. Aucun de ces enjeux sociaux et environnementaux ne faisait partie des considérations qui ont conduit à la directive OPA. Or, la possibilité d'acquérir le contrôle d'une société en offrant d'acquérir les titres des actionnaires à un prix élevé sans le consentement du conseil d'administration peut avoir un impact sur la capacité du conseil d'administration à promouvoir les enjeux sociaux et environnementaux. Une offre publique d'acquisition crée une situation dans laquelle l'intérêt financier des actionnaires peut s'opposer à la responsabilité de l'entreprise à l'égard de la société au sens large. Ces nouvelles considérations soulèvent la question du compromis de non-harmonisation de 2004. Est-il satisfaisant que les États membres puissent décider eux-mêmes du bon équilibre ? Est-il nécessaire de bâtir une nouvelle harmonisation au niveau européen, mais en gardant à l'esprit ces enjeux sociaux et environnementaux ?

Dans la présente étude, nous décrivons le conflit de concepts et d'intérêts qui a façonné la directive OPA telle qu'elle existe dans sa forme actuelle (I). Nous donnerons ensuite un bref aperçu des nouveaux enjeux sociaux et environnementaux qui doivent être traités de toute urgence et des propositions qui ont été faites pour garantir que le droit des sociétés et la gouvernance d'entreprise répondent à ces enjeux (II). Enfin, nous reviendrons sur la directive OPA : pourrait-elle et devrait-elle également répondre à ces enjeux sociaux et environnementaux, et comment (III) ?

**I – La directive OPA : de quoi s'agit-il ?**

Les différentes propositions de directive sur les offres publiques d'acquisition, dont la première a été publiée en 1989, partaient toutes du principe que faciliter le succès des offres publiques d'acquisition dans l'ensemble de l'UE serait bénéfique pour son développement économique. Ce serait un moyen pour l'initiateur de créer de la richesse en exploitant les synergies entre son activité existante et celle de la société cible. Dans une perspective d'intégration du marché intérieur de l'UE, les entreprises devraient atteindre une taille optimale pour tirer parti de ce marché. Cela leur permettrait également d'être plus compétitives sur les marchés mondiaux. Au contraire, le fait pour les États membres de laisser au *management* la possibilité de faire échouer des offres publiques d'acquisition créerait des barrières artificielles à l'entrée dans certaines parties du marché intérieur et entraînerait une utilisation sous-optimale de ce marché. C'est ce que reflète le considérant 3 de la directive : « Il est nécessaire d'assurer, à l'échelle de la Communauté, la clarté et la transparence en ce qui concerne les questions juridiques à régler en cas d'offres publiques d'acquisition et d'empêcher que les plans de restructuration d'entreprises dans la Communauté soient faussés du fait de différences arbitraires dans les cultures d'administration et de gestion. »

Une deuxième raison justifiant de chercher à faciliter les offres publiques d'acquisition dans l'UE découle des concepts fondamentaux de la gouvernance d'entreprise, en particulier de la théorie de l'agence (*agency theory*). Selon cette théorie, les actionnaires, qui supportent le risque final de l'entreprise, sont les mandants. Les dirigeants sont des mandataires dont les actions déterminent les résultats finaux pour les mandants. Dans la théorie de l'agence, les dirigeants, qui agissent de manière rationnelle et dans leur propre intérêt, ne servent pas nécessairement les intérêts des actionnaires en tant que mandants. Vu sous cet angle, les mécanismes du droit des sociétés servent à résoudre les tensions inhérentes à la relation mandant-mandataire, par exemple en donnant aux actionnaires le droit de nommer et de révoquer leurs mandataires<sup>3</sup>. Les offres publiques d'acquisition sont

ainsi un moyen pour les actionnaires de discipliner leurs dirigeants. Si les dirigeants obtiennent de mauvais résultats ou sont incapables de tirer parti de nouvelles opportunités, le cours de l'action sera généralement inférieur au potentiel de l'entreprise. L'initiateur de l'offre, estimant qu'il peut améliorer le potentiel de la société, peut alors offrir une prime aux actionnaires de la société cible par rapport au prix de l'action sous-performante. Une offre publique d'acquisition, qui constitue une menace pour un *management* peu performant, contribue donc à une allocation efficace des ressources.

Ces deux concepts fondamentaux ont été à l'origine d'une proposition de directive sur les offres publiques d'acquisition qui prévoyait que la direction d'une société ne pouvait pas faire échouer une offre publique d'acquisition sans l'autorisation expresse et concomitante des actionnaires ; il s'agit de la règle de neutralité du conseil d'administration. Lorsque cette proposition a été soumise au vote final du Conseil, puis du Parlement en 2001, une nouvelle difficulté s'est posée. Cette difficulté était liée à la distinction fondamentale entre les modèles de gouvernance d'entreprise existant en Europe, laquelle découle de la répartition du contrôle des sociétés cotées. Sur certains marchés, notamment au Royaume-Uni, en Irlande et aux Pays-Bas, la plupart des sociétés cotées en Bourse se caractérisent par une division du contrôle : aucun actionnaire ou groupe d'actionnaires ne possède suffisamment d'actions pour pouvoir exercer un contrôle sur la société. Dans la plupart des États membres continentaux, cependant, le modèle dominant pour les sociétés cotées est celui de la concentration du contrôle. Souvent, cette concentration permet un contrôle plus important que celui qui serait proportionnel à la détention de capital, grâce à une grande variété de mécanismes de renforcement du contrôle<sup>4</sup>. Ces mécanismes fonctionnent généralement comme des mécanismes de défense préalable à l'offre : ils sont déjà en place avant l'annonce ou quand l'offre se fait imminente et rendent l'acquisition du contrôle de la société par un initiateur très difficile, voire impossible, à moins que le ou les actionnaires contrôlants ne soient disposés à renoncer à leur contrôle. En 1998, l'Allemagne avait abandonné les mécanismes de renforcement du contrôle - à l'exception notable des dispositions spécifiques de gouvernance prévues par la loi *Volkswagen* -, dans l'espoir que les autres États membres feraient de même. En acceptant la règle de neutralité du conseil d'administration alors que d'autres États membres continuaient à autoriser des mécanismes de contrôle disproportionnés, les entreprises allemandes auraient été plus vulnérables aux offres publiques d'acquisition que les entreprises des autres États membres. Cette inquiétude a poussé l'Allemagne à voter contre la proposition de directive sur les offres publiques d'acquisition au printemps 2001, ce vote d'un seul État membre ne suffisant pas à bloquer le projet. Mais l'argument tiré de l'équité est également devenu une cause de division au sein du Parlement européen. Au cours de l'été 2001, le Parlement a rejeté la directive sur les offres publiques d'acquisition par 273 voix contre 273. La Commission européenne a alors mis en place le Groupe à haut niveau d'experts en droit des sociétés (*High Level Group of Company Law Experts*) afin de proposer une réponse à ce problème d'équité. Le Groupe a proposé d'introduire une seconde règle aux côtés de la règle de neutralité du conseil d'administration, celle dite de *break-through* ou principe de neutralisation. L'initiateur qui, à la suite de l'offre, a acquis 75 % du capital à risque devrait être en mesure de passer outre les mécanismes de défense préalables à l'offre qui, autrement, le gêneraient dans l'exercice de son contrôle. La directive neutraliserait ainsi les mécanismes de défense tant postérieurs qu'antérieurs à l'offre, créant ainsi des conditions de concurrence équitables pour les offres publiques d'acquisition dans l'UE.

La Commission a introduit la règle de *break-through* - avec une portée plus limitée que celle envisagée par le Groupe - dans la proposition de directive suivante. Toutefois, un tel mécanisme ne correspondait pas tout à fait aux règles de libre jeu des offres que la plupart des États membres appelaient de leurs vœux. Dans le cadre d'un compromis finalement trouvé par la présidence portugaise, un nouvel article 12 a été introduit dans la directive, permettant aux États membres de ne pas appliquer la règle de neutralité du conseil d'administration (art. 9) et la règle de *break-through* (art. 11) à condition qu'ils permettent aux sociétés établies sur leur sol d'opter pour l'application de l'une ou l'autre de ces règles, ou des deux. La directive ne prévoit pas de règle uniforme pour les offres publiques d'acquisition dans l'UE : les États membres devaient décider eux-mêmes si les conseils d'administration des sociétés pouvaient faire échouer les offres publiques d'acquisition et si le mécanisme de renforcement du contrôle préalable à l'offre pouvait continuer à empêcher un initiateur de prendre le contrôle. Le résultat est bien connu : de nombreux États membres ont choisi de ne pas appliquer les articles 9 et 11. Certains États membres ont initialement imposé l'application de l'article 9 à leurs sociétés, mais ont ensuite changé d'avis. La France en est un exemple, elle qui a initialement adopté l'article 9 mais a fait usage de son droit d'*opt-out* en 2014 en adoptant la loi *Florange* qui a modifié l'article L. 233-32 du Code de commerce, permettant au conseil d'administration, pendant la période d'offre, de prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société.

Le fait que, en d'autres points de la directive, notamment à l'article 3, paragraphe 1, point c), des vestiges du raisonnement conceptuel qui sous-tendait l'article 9 restent inchangés, montre bien que le compromis autour de l'article 12 a été arraché tardivement et qu'il a été nécessaire pour obtenir une forme d'accord entre les États membres. L'article 3, paragraphe 1, point c), dispose que l'organe d'administration ou de direction d'une société cible doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et *ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre*. La dernière partie du texte semble viser directement la règle de neutralité du conseil d'administration : le conseil d'administration de la société cible doit obtenir l'approbation préalable de l'assemblée des actionnaires avant de prendre toute mesure, autre que la recherche d'autres offres, susceptible de faire échouer l'offre, (art. 9, 2.). Il est clair pour nous que l'article 3, 1., c), ne peut en aucun cas empêcher un État membre d'utiliser le droit que lui confère l'article 12 d'autoriser expressément l'organe d'administration d'une société cible à faire échouer une offre publique d'acquisition, ceci pour trois raisons.

La première raison réside dans le fait que l'article 12 a été inclus dans le texte de la directive au tout dernier stade, afin que les États membres puissent parvenir à un accord, sans se soucier du fait que ce compromis modifiait l'objectif de la directive, qui était de créer des conditions uniformes équitables pour les offres publiques d'acquisition dans l'UE. L'article 12 a été un élément crucial de l'accord législatif entre les États membres au sein du Conseil européen et a été accepté par le Parlement européen. Malgré l'introduction de cet article, le législateur européen a estimé qu'il n'était pas nécessaire de modifier l'article 3, 1., c), alors même que la possibilité de faire échouer l'offre qu'un État membre peut autoriser semble contrevenir au devoir de l'organe d'administration de ne pas priver les détenteurs de titres de la possibilité de se prononcer sur les mérites de l'offre. Il en va de même pour les considérants de la directive. Le considérant 16 prévoit : « Afin d'éviter des opérations susceptibles de faire échouer l'offre, il convient de limiter les pouvoirs de l'organe d'administration ou de direction de la société cible de se lancer dans des opérations de nature exceptionnelle, sans pour autant empêcher indûment ladite société de mener ses activités habituelles. » C'est un renvoi explicite à l'article 9 et à l'obligation pour l'organe d'administration d'obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale. Mais ensuite, le considérant 21 affirme simplement : « Compte tenu des disparités qui existent entre les mécanismes et les structures du droit des sociétés dans les différents États membres, ceux-ci devraient être autorisés à ne pas exiger des sociétés établies sur leur territoire qu'elles appliquent les dispositions de la présente directive qui limitent les pouvoirs de l'organe d'administration ou de direction de la société cible au cours de la période d'acceptation de l'offre ainsi que celles qui rendent inopérantes les restrictions prévues dans les statuts de la société ou dans des accords particuliers. » Ainsi, la structure de la directive est claire : si elle propose une règle de neutralité de l'organe d'administration ou de direction afin que celui-ci n'interfère pas avec le libre choix des actionnaires de la société cible de décider des mérites de l'offre, elle la supprime ensuite en permettant aux États membres de décider eux-mêmes s'ils veulent que cette règle s'applique ou non. Si un État membre n'applique pas cette règle, il est prévu et accepté en vertu de la directive que l'État membre permet aux conseils d'administration de faire échouer l'offre et donc de limiter la capacité des actionnaires de décider des mérites de l'offre.

Concernant la deuxième raison, il convient d'observer que dans l'économie de la directive, l'article 12 doit être compris et interprété comme une règle spéciale qui l'emporte sur le principe général énoncé à l'article 3, 1., c). *Lex specialis derogat legi generali*. Un principe général dans une directive ne s'applique tout simplement pas si une disposition spécifique de la directive en dispose expressément autrement. Le fait que l'article 3, 1., c), formule des principes généraux ressort clairement du titre de l'article 3 : « Principes généraux ». Il ressort également du libellé des articles 9, 11 et 12 que ces dispositions prévoient des exigences spécifiques et détaillées qui ne sont pas formulées en tant que telles dans les principes généraux. Le principe juridique de la *lex specialis derogat legi generali* découle également de l'article 3, paragraphe 2, point a), qui dispose que « 2. Aux fins d'assurer le

respect des principes prévus au paragraphe 1, les États membres : a) veillent à ce que soient respectées les exigences minimales énoncées dans la présente directive. » En respectant les exigences minimales de la directive, dont l'article 12, les États membres adhèrent aux principes généraux de l'article 3. En appliquant l'article 12 en accordant à l'organe d'administration ou de direction d'une société cible le droit de prendre toute mesure susceptible de faire échouer l'offre, un État membre assure donc correctement les exigences minimales de la directive. Les rédacteurs de la directive ont déjà jugé que les dispositions spécifiques de la directive sont une application adéquate des principes généraux ; les principes généraux en tant que tels n'ont pas de force autonome.

*La troisième raison* tient dans le fait que la formule de l'article 3, 1., c), selon laquelle les actionnaires ne peuvent être privés de la possibilité de se prononcer sur les mérites de l'offre, ne doit pas être comprise comme un « principe directeur » qui limiterait l'utilisation du droit accordé à un État membre par l'article 12 d'autoriser un organe d'administration ou de direction à prendre des mesures pour faire échouer une offre. L'article 12, résultant de la volonté législative du Parlement européen et du Conseil, confère expressément le droit aux États membres d'autoriser l'organe d'administration ou de direction d'une société cible à faire échouer une offre et, en tant que tel, en tant que règle spécifique, il restreint l'applicabilité du principe général inclus dans l'article 3, 1., c). Le principe énoncé à cet article ne s'applique tout simplement plus lorsqu'un État membre décide d'autoriser les organes d'administration à faire échouer une offre. Une interprétation de cet article qui restreindrait le droit accordé aux États membres (ils peuvent s'écarter de l'article 9, mais pas au point de priver les actionnaires du droit de décider des mérites de l'offre), contredit clairement la volonté législative exprimée par le Parlement européen et le Conseil.

Une dernière réflexion sur le contexte conceptuel de la directive. La directive ne s'intéresse pas seulement au cas des actionnaires, mais aussi aux intérêts des salariés de la société. Elle le fait par une touche très légère. Dans la note d'information, l'initiateur doit indiquer ses intentions concernant l'avenir de l'activité de la société cible et, dans la mesure où elle est affectée par l'offre, de la société initiatrice. Il doit également indiquer ses intentions concernant le maintien de l'emploi des salariés et des dirigeants, ainsi que toute modification importante des conditions de travail. Il doit enfin et surtout indiquer ses plans stratégiques pour les deux sociétés et leurs répercussions probables sur l'emploi et les lieux d'implantation des sociétés (art. 6, 3., i)). De même, l'organe d'administration ou de direction de la société cible doit établir et rendre public un document exposant son avis sur l'offre et les raisons sur lesquelles il se fonde. Il doit ainsi exposer son opinion quant à l'impact de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et notamment sur l'emploi, ainsi que sur les plans stratégiques de l'initiateur pour la société cible et leurs répercussions probables sur l'emploi et la localisation des établissements de la société. Le conseil doit également communiquer son avis aux représentants des salariés ou aux salariés eux-mêmes. Lorsque l'organe d'administration reçoit un avis distinct des représentants des salariés sur les effets de l'offre sur l'emploi, cet avis est annexé au document de l'organe d'administration (art. 9, 5). La directive se limite à ces considérations en ce qui concerne les intérêts des parties prenantes : seuls les intérêts des salariés sont pris en compte, et le seul mécanisme prévu est la publication des intentions de l'initiateur et de l'avis de l'organe d'administration ou de direction de la société cible sur l'impact de l'offre sur les salariés. Les intérêts de la société au sens large, en particulier les enjeux sociaux et environnementaux mentionnés plus haut, étaient négligés lorsque la directive a été rédigée et adoptée, et étaient probablement largement absents des réflexions des personnes impliquées dans la conception de la directive.

## II – Nouvelles préoccupations sociétales et gouvernance d'entreprise durable

Les temps ont changé et de nouvelles préoccupations ont émergé et se sont solidement ancrées dans notre conscience collective. Ces enjeux sont à la fois sociaux et environnementaux. Les enjeux sociaux portent notamment sur les inégalités croissantes en termes de revenus et de patrimoine, d'opportunités et d'accès à l'éducation et aux soins, d'exposition, entre autres dangers, aux risques sanitaires, de travail précaire, y compris dans la nouvelle économie des plateformes numériques, de négligence des droits fondamentaux et de dégradation des communautés sociales du fait des délocalisations. Ces préoccupations conduisent à des troubles sociaux, déstabilisent les sociétés et donnent naissance à des partis et des figures politiques populistes. Dans le même temps, l'inquiétude écologique augmente à mesure que nous prenons conscience que nous sommes en train de détruire et d'épuiser notre planète et de modifier son climat par la hausse des températures du fait des émissions de CO2 liées aux combustibles fossiles qui affecteront profondément la vie et les sociétés. Nous prenons conscience que nous dégradons la biodiversité et la qualité des sols par le défrichement des forêts d'Amazonie et de Bornéo et l'utilisation d'engrais, et que nous sommes responsables, entre autres dégradations, de dommages environnementaux considérables liés aux déchets industriels. Alors que cette situation est en grande partie imputable à un comportement typiquement humain consistant pour une société à épuiser ses ressources proches et se déplacer ensuite vers un autre endroit<sup>5</sup>, nous prenons conscience que nous ne pouvons aller nulle part ailleurs. Nous devons profondément modifier nos modes de vie pour conserver une planète Terre vivable.

On s'accorde de plus en plus à dire que nombre de ces problèmes sont dus à la manière dont nous avons organisé notre société capitaliste, c'est-à-dire à la manière dont fonctionnent le monde des affaires et les marchés de produits et de capitaux<sup>6</sup>. Le business et la façon dont les marchés définissent et récompensent le succès ne sont peut-être pas responsables de toutes ces difficultés, mais il ne fait aucun doute qu'ils contribuent largement aux problèmes auxquels nous sommes confrontés. Il n'est donc pas surprenant que nombre d'appels soient lancés pour que les entreprises prennent davantage de responsabilités dans la société<sup>7</sup>. Dans la compréhension conceptuelle du droit des sociétés par les universitaires et les praticiens, cette responsabilité sociétale, quelle que soit la façon dont nous la formulons et quelle que soit sa portée précise, s'est inclinée en raison du paradigme dominant qui a façonné le discours sur les entreprises et leur rôle dans la société au cours des dernières décennies. L'affirmation de Milton Friedman en 1970, selon laquelle la seule obligation des conseils d'administration des entreprises était de réaliser des bénéfices pour leurs actionnaires, a dominé la réflexion et la pratique du droit des sociétés depuis lors. Les systèmes de rémunération ont été conçus pour aligner les intérêts financiers des administrateurs sur ceux des actionnaires. Dans ce paradigme, tous les coûts pour la société des efforts fournis par l'entreprise pour réaliser des bénéfices sont considérés comme des externalités, ne faisant pas partie de la responsabilité de l'entreprise, à moins que la réglementation n'oblige explicitement les entreprises à les prendre en compte. Cela entraîne une déconnexion entre l'entreprise et la société : il en résulte que les entreprises peuvent vaquer à leurs occupations et poursuivre leurs propres objectifs de gains financiers pour les actionnaires sans tenir compte des coûts pour la société. La crise de la Covid-19 a montré que cette déconnexion est une illusion : les entreprises et la société sont intimement liées. De nombreuses entreprises dépendent fortement des gouvernements pour traverser la crise provoquée par la pandémie et les mesures de confinement qui tentent de la contenir. Dans le même temps, les entreprises doivent trouver des solutions pour faire face à la crise, en produisant des équipements de protection et des vaccins (avec le soutien des gouvernements). Déconnecter les entreprises de la société en soutenant que la seule responsabilité des entreprises est de générer des profits financiers pour les actionnaires n'est pas viable<sup>8</sup>. À la lumière des enjeux sociaux et environnementaux auxquels nous sommes confrontés, nous ne pouvons plus accepter que les entreprises continuent à créer et à aggraver ces problèmes, nous avons au contraire besoin qu'elles contribuent à les résoudre.

Comprendre que les entreprises ont une plus grande responsabilité dans la société a une autre conséquence qui intéresse le droit des sociétés et la gouvernance d'entreprise. Traditionnellement, dans le droit des sociétés, on réduisait les parties prenantes autres que les actionnaires à celles qui avaient une relation directe avec l'entreprise, en particulier les salariés et les créanciers. Les créanciers, par exemple, ont certains droits dans les transactions affectant le capital social de la société, grâce à la deuxième directive sur le droit des sociétés concernant le maintien du capital<sup>9</sup>. Ils bénéficient également de certaines protections en matière de droit des sociétés lors de fusions et de scissions qui peuvent affecter la capacité de la société à payer ses dettes. Les salariés ont des droits d'information et, dans certains systèmes juridiques, des droits de cogestion qui sont protégés dans une certaine mesure lorsque, par exemple, une société européenne est créée ou que des sociétés réalisent des fusions transfrontalières. Mais

l'implication des parties prenantes s'arrête là dans les droits des sociétés et de la gouvernance d'entreprise actuels. Les nouveaux enjeux sociaux et environnementaux qui ont émergé montrent clairement que le comportement de l'entreprise a un impact sur d'autres personnes que celles qui ont une relation contractuelle directe avec l'entreprise. Les parties prenantes indirectes de la communauté dans laquelle l'entreprise opère, mais aussi les personnes de la communauté de la société au sens large, sont affectées par la conduite de l'entreprise. Par conséquent, de nouvelles méthodes permettant la contribution des parties prenantes sont développées pour que la société s'engage également avec ces parties prenantes, par exemple en impliquant des porte-parole qui peuvent représenter de manière crédible ces parties prenantes indirectes<sup>10</sup>. Ces méthodes font naître des réflexions sur la prise en compte d'un champ plus étendu de parties prenantes par le droit des sociétés et les dispositifs de gouvernance d'entreprise pour inclure également ces parties prenantes indirectes.

Diverses propositions ont été faites pour répondre à ces préoccupations en apportant des modifications au droit des sociétés et aux dispositifs de gouvernance d'entreprise. Certaines de ces propositions visent à rendre explicite la mission sociétale à laquelle l'entreprise cherche à contribuer. Colin Mayer est un fervent partisan d'une telle approche. En France, la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019, dite loi *PACTE*, a introduit la possibilité pour les sociétés d'inclure dans leurs statuts un objet, la raison d'être (C. civ., art. 1835). Les sociétés peuvent également faire un pas de plus en se transformant en entreprises à mission, en ajoutant à leur objet social des enjeux sociaux et environnementaux, dont l'exécution doit être contrôlée par un cabinet extérieur indépendant (C. com., art. L. 210-10). Un groupe de professeurs néerlandais de droit des sociétés a proposé d'étendre l'obligation légale des administrateurs pour qu'ils veillent à ce que la société se comporte comme une entreprise citoyenne responsable. Cette proposition permettrait également aux sociétés de déclarer expressément leur objectif sociétal et introduirait une obligation expresse de rendre compte, dans les comptes annuels, de l'impact de la société sur le capital social et naturel qu'elle utilise pour ses activités commerciales<sup>11</sup>. L'extension des obligations des administrateurs à la prise en compte explicite des intérêts des parties prenantes, y compris des parties prenantes indirectes et des intérêts de la société dans son ensemble, fait également partie des propositions que la Commission européenne étudie dans son initiative sur la gouvernance d'entreprise durable. Il existe un débat entre la réglementation par le droit des sociétés ou, au contraire, par l'inclusion de ces devoirs étendus des administrateurs dans les codes de gouvernance d'entreprise. Certains sont favorables à l'approche du code afin d'éviter une approche légaliste et le risque de responsabilité personnelle des administrateurs, tandis que d'autres affirment que cette approche laisserait trop de place aux comportements opportunistes, précisément parce que ces comportements ne porteraient pas clairement à conséquence. À notre sens, les obligations des administrateurs devraient être expressément introduites dans le droit des sociétés. Compte tenu de l'urgence des enjeux sociaux et environnementaux, nous ne pouvons plus tolérer un comportement opportuniste des entreprises et nous avons besoin que celles-ci contribuent activement à la résolution de ces problèmes<sup>12</sup>. La Commission envisage également de prévoir des règles sur la rémunération des dirigeants, en prenant en considération la responsabilité qui leur incombe de tenir compte des enjeux sociaux et environnementaux. Une autre piste de réflexion consisterait à exiger des conseils d'administration qu'ils mettent en place des comités spécifiques de responsabilité sociale composés d'administrateurs non exécutifs, proches dans leur fonctionnement des comités d'audit et des comités de rémunération. En outre, les rapports d'impact sont clairement à l'ordre du jour de la Commission dès lors qu'elle envisage de réviser la directive existante sur les rapports non financiers. Une telle évolution peut également avoir des effets sur les actionnaires et la manière dont ils prennent leurs décisions d'investissement et font usage de leurs droits au sein de l'entreprise. De nombreux investisseurs institutionnels déclarent aujourd'hui que leurs décisions d'investissement et de gouvernance sont guidées par des critères « ESG » (environnementaux, sociaux et de gouvernance). On peut toutefois se demander s'ils sont capables de s'en tenir à leurs politiques ESG lorsque la pression est forte, comme le montre la récente affaire *Danone* en France. Après que Danone s'est transformée en société à mission, des investisseurs activistes ont cherché à remettre en cause le PDG et le conseil d'administration, invoquant des performances financières médiocres. Il semble que le conseil d'administration ait cédé à la pression en laissant partir le PDG de Danone, Emmanuel Faber, qui s'était pourtant engagé contre les intérêts à court terme des actionnaires et avait pris l'initiative de faire de Danone une société à mission. M. Faber lui-même suggère que le conseil d'administration de Danone n'était pas totalement aligné sur les nouveaux objectifs sociétaux de Danone<sup>13</sup>. Mais au-delà de ces divergences, il est clair qu'un nombre important d'investisseurs institutionnels soutiendraient probablement les investisseurs activistes, indépendamment de leurs engagements ESG déclarés. Afin de renforcer la résilience des investisseurs institutionnels, il pourrait donc leur être demandé d'inclure explicitement des objectifs sociaux et environnementaux dans leur processus de décision d'investissement et de rendre compte de la manière dont ils ont atteint ces objectifs. Enfin, plusieurs propositions ont été faites pour que les entreprises mettent en place des conseils ou des comités consultatifs sociétaux, dans lesquels des parties prenantes ou des groupes d'intérêt spécifiques peuvent être représentés pour conseiller le conseil d'administration au regard des enjeux sociaux et environnementaux<sup>14</sup>. Certaines entreprises ont déjà mis en place ces conseils, comme BASF<sup>15</sup> et Unilever<sup>16</sup>. D'autres parties prenantes, indirectes, font ainsi leur entrée dans les dispositifs de gouvernance de l'entreprise.

### III – Retour à la directive OPA

Dans toutes les discussions sur la responsabilité des entreprises à l'égard des enjeux sociaux et environnementaux et sur l'opportunité et la manière d'adapter le droit des sociétés et les dispositions en matière de gouvernance d'entreprise pour faciliter et mettre en œuvre cette responsabilité, un silence inquiétant entoure la directive OPA. Lors d'une OPA, le conflit entre les gains financiers immédiats pour les actionnaires et les enjeux sociaux et environnementaux plus larges apparaît clairement. Bien que certains aient critiqué dès l'origine la directive OPA pour avoir adopté une perspective trop étroite du marché, et suivi une théorie mal étayée d'un marché du contrôle des sociétés<sup>17</sup>, la révision de la directive à la lumière des enjeux sociaux et environnementaux actuels ne fait pas encore partie du débat public et est exclue de l'initiative de la Commission européenne sur la gouvernance d'entreprise durable, à notre connaissance. Comme indiqué précédemment, aucun de ces enjeux sociaux et environnementaux n'est pris en compte dans la directive actuelle. Toutefois, on pourrait indirectement faire valoir que les États membres, en autorisant leurs sociétés cotées à ne pas être soumises à la règle de neutralité du conseil d'administration et à la règle de *break-through*, permettent également aux conseils d'administration de se défendre contre les offres publiques d'acquisition qui ne favorisent que les intérêts des actionnaires au détriment des intérêts des autres parties prenantes et, plus largement, des enjeux sociaux et environnementaux. Tout dépend bien sûr des obligations des administrateurs en vertu du droit des sociétés de l'État membre concerné, mais dans un sens, l'inclusion de l'article 12 dans la directive a au moins empêché l'établissement, dans toute l'Europe, d'un marché du contrôle des entreprises fondé, dans une large mesure, sur les gains financiers offerts aux actionnaires des sociétés cibles. Les enjeux sociaux et environnementaux actuels ont probablement donné aux États membres une nouvelle justification pour permettre aux conseils d'administration des sociétés de se défendre contre les offres publiques d'acquisition.

Mais est-ce là tout ce qu'il y a à faire ? A-t-on atteint le bon équilibre entre la nécessité de répondre aux pressantes préoccupations sociétales et environnementales et les objectifs initiaux de la directive, à savoir faciliter l'utilisation optimale du marché intérieur par les offres publiques d'acquisition et discipliner le *management* ?

Il semble peu probable que la Commission soit disposée à ouvrir la boîte de Pandore du compromis de l'article 12 de la directive qui laisse aux États membres le choix d'autoriser ou non la défense contre une offre publique d'acquisition. La question est tellement conflictuelle concernant le rôle des marchés et des intérêts nationaux au sein du marché unique européen qu'il est inconcevable pour l'instant qu'un accord émerge sur un régime alternatif. Mais cela ne signifie pas que les offres publiques d'acquisition – et la possibilité de les réussir ou de s'en défendre – restent en dehors du débat sur la gouvernance durable des entreprises et l'évolution de la perception sur la responsabilité des entreprises. La directive OPA ne flotte pas dans un vide éthéré. Son application, et en particulier la question de savoir ce qui doit guider un conseil d'administration, sont ancrées dans le droit des sociétés. Une harmonisation du droit des sociétés de l'UE, à la suite de l'initiative sur la gouvernance d'entreprise durable, qui introduirait expressément



un devoir sociétal des administrateurs, aurait un impact sur la conduite du conseil d'administration de l'initiateur (s'il est européen) et de la société cible. Les deux conseils d'administration devraient prendre en compte des enjeux plus larges pour notre société et notre planète, au-delà des préoccupations financières immédiates des actionnaires, lorsqu'ils décident de faire une offre, de l'accepter ou de la refuser et de se défendre contre elle. Il s'ensuivrait, conformément au modèle actuel de la directive OPA, que l'organe d'administration de l'initiateur devrait exposer, dans la note d'information, les conséquences de l'offre sur les enjeux sociaux et environnementaux, au-delà des conséquences de l'offre sur l'emploi et les salariés (modifier l'article 6, paragraphe 3). De même, l'organe d'administration ou de direction de la société cible devrait indiquer dans son avis public sur l'offre ce qu'il considère comme étant les conséquences de l'offre sur les enjeux sociaux et environnementaux (modifier l'article 9, paragraphe 5). En outre, il pourrait être exigé qu'un conseil consultatif sociétal, mis en place par l'initiateur et/ou la société cible, exprime son avis sur l'offre et que celui-ci soit inclus dans la note d'information et/ou l'avis de l'organe d'administration ou de direction de la société cible. L'information publique de l'initiateur, de l'organe d'administration ou de direction de la société cible et de leurs conseils consultatifs sociétaux sur l'impact de l'offre sur les enjeux sociaux et environnementaux devrait aider les investisseurs à faire un choix éclairé sur l'opportunité d'apporter leurs actions à la lumière de leurs propres engagements ESG. Une telle information pourrait également faciliter le débat public sur la manière dont les investisseurs font ces choix à la lumière de leurs propres engagements déclarés.

Une dernière question subsiste. Les préoccupations exprimées par les entreprises concernant les enjeux sociaux et environnementaux sont régulièrement accueillies avec cynisme. Ce cynisme donne l'impression qu'il ne s'agit que de paroles en l'air et qu'il est surtout question de *greenwashing* pour camoufler la poursuite du cours normal des affaires. Cela soulève une question importante dans le contexte des offres publiques d'acquisition. Que se passe-t-il si l'initiateur ou la société cible ne présentent que des analyses imprécises, voire incorrectes, des enjeux sociaux et environnementaux pour soutenir l'offre ou la défense contre celle-ci ? Sans aucune preuve que ces objectifs ont été pris au sérieux par l'initiateur ou le conseil d'administration de la société cible dans le passé ? L'autorité de contrôle a un rôle à jouer lors de l'examen de la note d'information (dir. OPA, art. 6). Actuellement, l'autorité de contrôle n'a pas, en vertu de la directive, de rôle formel dans l'examen de l'avis de l'organe d'administration ou de direction de la société cible. Dès lors que les informations relatives aux enjeux sociaux et environnementaux prendraient une part plus importante dans le jugement que porte le conseil d'administration et les choix que doivent faire les investisseurs, il deviendrait crucial que l'autorité de contrôle examine la qualité des informations fournies afin d'éviter que les investisseurs soient exposés à une présentation trompeuse de la situation. On pourrait comparer ce mécanisme à l'examen par la *Securities and Exchange Commission* des déclarations de procuration dans lesquelles une société cotée en Bourse détaille les questions soumises au vote lors de l'assemblée générale, conformément à la section 14 du *US Securities Exchange Act* de 1934. Ainsi, de nombreux arguments vont dans le sens de l'introduction d'un tel rôle pour l'autorité de contrôle, qui devrait veiller à ce que les informations fournies par l'initiateur et l'organe d'administration de la société cible concernant les enjeux sociaux et environnementaux soient exactes et non trompeuses. Ce nouveau rôle suppose que les autorités de contrôle soient capables d'évaluer les informations fournies. Il est bien évident que cette capacité doit être développée, mais cela vaut aussi pour nous tous. Les conseils d'administration, les investisseurs et les autorités de surveillance devront apprendre à évaluer les informations concernant les enjeux sociaux et environnementaux si l'on veut pouvoir les prendre au sérieux et se fonder dessus. Un tel mécanisme nécessitera l'émergence d'une pratique de déclaration et de vérification de l'impact.

## NOTES DE BAS DE PAGE



1 – PE et Cons., dir. n° 2004/25, 21 avr. 2004.

2 – PE et Cons., dir. n° 2014/95/UE, 22 oct. 2014 modifiant la directive n° 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes.

3 – Sur la théorie de l'agence et son impact sur le droit des sociétés, v. R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann et G. Hertig, *The Anatomy of Corporate Law*, 3<sup>e</sup> éd., 2017, Oxford University Press.

4 – V. F. Barca et M. Becht, *The Control of Corporate Europe*, 2001, Oxford University Press.

5 – V. J. Diamond, *Collapse, How Societies Choose to Fail or Survive*, 2004, Penguin.

6 – V. par ex. P. Mason, *Postcapitalism*, 2017, Penguin Randomhouse ; K. Raworth, *Doughnut Economics*, 2017, Penguin Randomhouse ; M. Mazzucato, *The Value of Everything*, 2018, Penguin Randomhouse ; M. Carney, *Value(s), Building a Better World for all*, 2021, Penguin Randomhouse, pour ne citer que quelques exemples d'une série croissante d'analyses des effets destructeurs du capitalisme moderne.

7 – V. C. Mayer, *Prosperity*, 2018, Oxford University Press.

8 – C. Mayer, L. Strine et J. Winter, « 50 ans après, la doctrine actionnariale de Milton Friedman est morte », *Fortune* 13 sept. 2020, <https://text.so/WamvFl>.

9 – Cons., deuxième dir. n° 77/91/CEE, 13 déc. 1976, tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58, deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital.

10 – V. par ex. le rapport sur l'engagement des parties prenantes par le Global Compact Network Netherlands : Stakeholder inclusion as accelerator for sustainable development goals, 2021, <https://text.so/OK69Ik>.

11 – J. Winter et a., « Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoorde deelname aan het maatschappelijk verkeer », *Ondernemingsrecht* 2020/86.

12 – J. Winter, « Addressing the Crisis of the Modern Corporation : The Duty of Societal Responsibility of the Board », <https://ssrn.com/abstract=3574681> ; J. Winter, « Towards a Duty of Societal Responsibility of the Board », *European Company Law* 2020/5, p. 192.

13 – Interview Financial Times, 7 mai 2021.

14 – F. Möslin, K. Engsig Sorensen, Sustainable Corporate Governance : A Way Forward, document de travail juridique ECGI n° 538/2021.

15 – <https://text.so/XZldRs>.

16 – <https://text.so/HgOUIK>.

17 – B. Sjaafjell, « Companies, Society and the Environment, Towards a Sustainable, European Company Law : A Normative Analysis of the Objectives of EU Law with the Takeover Directive as a Test Case », 2009, <https://ssrn.com/abstract=1356542>. Le livre dont ceci est le chapitre d'introduction, fournit un plaidoyer précoce pour l'introduction du développement durable comme objectif normatif du développement mondial.

**Auteur :**

Jaap Winter, professeur de droit international des sociétés à l'université d'Amsterdam, professeur de droit, de gouvernance et de comportement des entreprises à la Vrije Universiteit Amsterdam