

Recherche réalisée avec le soutien de la Mission Droit et Justice

*Centre Universitaire Rouennais d'Études Juridiques (CUREJ)*

## Synthèse du rapport final

### **Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement**

**- Dissociation entre la qualité d'actionnaire et le risque financier –  
(*Empty voting* et *hidden ownership*)**

Sous la direction de

**Frédéric LEPLAT**

*Maître de conférences à l'Université de Rouen - Avocat à la Cour*

Avec la participation de

**Bruno DONDERO**

*Professeur agrégé à l'Université de Paris I - Panthéon -Sorbonne*

**Lamia El BADAWI**

*Docteur en Droit (Droit privé)*

**Décembre 2013**

**Le *decoupling*** . Le droit de vote est la source principale du pouvoir de l'actionnaire. Il est originellement conçu comme la contrepartie du risque en capital pris par les actionnaires.

Les dérogations au principe de proportionnalité suscitent des inquiétudes. Tel est en particulier le cas d'une pratique dite du vote vide ou *empty voting* lorsque l'actionnaire ne subit aucun risque ou de *l'hidden ownership* lorsque les risques inhérents à la qualité d'actionnaire sont économiquement transférés à un tiers occulte. Ces notions ont particulièrement été étudiées aux Etats-Unis par les professeurs Henry T.C. Hu et B. Black<sup>1</sup>. Le *decoupling* (désignant ensemble *l'empty voting* et *l'hidden ownership*) va au-delà d'un simple assouplissement du principe de proportionnalité entre le droit de vote et la participation en capital. Cette pratique opère une dissociation, du point de vue économique, entre le risque attaché à la qualité d'actionnaire et le droit de vote.

**Enquête.** L'étude a eu pour objet de cerner la réalité de ce phénomène auprès de différents acteurs institutionnels et auprès des sociétés cotées afin de déterminer les difficultés rencontrées et les solutions envisagées. Pour ce faire, un questionnaire a été adressé aux sociétés du CAC40, les sociétés cotées du compartiment B, ainsi qu'aux sociétés du SBF 120. Ce questionnaire avait pour objet de recueillir sur le terrain des données auprès des sociétés directement concernées par ces opérations et de déterminer l'existence de cas concrets dont auraient eu connaissance ces différents acteurs. Ce questionnaire a été complété par des entretiens auprès d'acteurs institutionnels et de directeurs financiers et juridiques ainsi que divers spécialistes de ces questions.

**L'effet économique et qualification juridique.** *L'empty voting* ou *l'hidden ownership* se caractérisant par leurs effets économiques, ces pratiques ne se laissent pas enfermer dans un cadre juridique. Elles ne correspondent pas à une catégorie juridique nommée. Il est par exemple difficile de véritablement les distinguer d'autres mécanismes proches. Il est donc nécessaire d'établir des distinctions et de déterminer ce qui distingue précisément cette notion de nombreuses notions voisines.

**Objet de l'étude.** Les réglementations visant à définir directement les situations de *decoupling* ne parviennent pas à l'encadrer utilement. Il reste néanmoins possible d'émettre des recommandations pour appréhender juridiquement les effets de ces pratiques qui se définissent avant tout par leur effet économique.

**L'empty voting et l'hidden ownership, des pratiques aux multiples visages.** Se caractérisant par son effet économique, le phénomène du *decoupling* résiste aux tentatives d'en donner une définition juridique. Ainsi l'acquisition temporaire d'actions peut être une technique d'*empty voting*. Le transfert temporaire d'action est notamment possible au moyen du prêt de titres, de la pension, de la vente à réméré ou encore du portage. Ces transferts temporaires permettent de dissocier le risque économique de la qualité d'actionnaire. Par

---

<sup>1</sup> Not. Henry T.C. Hu, B. Black, Empty voting and Hidden (Morphable) Ownership : Taxonomy, Implications and Reforms, Business Lawyer, May 2006 ; Henry T.C. Hu, B. Black, Equity and debt decoupling and *empty voting* II: Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 156, n°3, 2008, p. 624.

exemple, un investisseur emprunte pour une courte période englobant la date de l'assemblée générale annuelle, les titres d'une société, dans le seul but d'exercer à ladite assemblée les droits de vote correspondants Il ne souffre pas ou ne profite pas des conséquences de son vote lié aux actions qu'il a pu détenir.

**Motivations des *empty voters*** - Il est nécessaire de s'interroger sur les raisons pour lesquelles un actionnaire souhaite concourir à l'adoption d'une décision sociale sans en supporter les effets. L'exercice des droits reconnus à l'actionnaire peuvent être utilisés dans un but contraire à leur finalité. De plus, la technique de l'*empty voting* peut être associée à une situation d'actionnaire occulte afin de contourner des règles impératives, voire des règles d'ordre public.

Par exemple, dans l'affaire Wendel, des dérivés connus sous le nom de *swaps* de transfert de rendement total (*Total Return Swaps* : *TRS*), étaient en cause. Le principe des contrats TRS consiste à permettre d'acheter ou de vendre économiquement un actif sans avoir à en acquérir ou à en céder la propriété. De décembre 2006 à juin 2007, des sociétés luxembourgeoises contrôlées par Wendel ont conclu avec quatre établissements financiers des contrats « TRS », pour un montant d'environ 6,7 milliards d'euros. Toutefois l'AMF a relevé que Wendel avait dénoué les TRS, conduisant logiquement les banques à céder les 63 millions d'actions Saint-Gobain qu'elles détenaient en couverture, correspondant à peu près aux achats (66 millions) auxquels Wendel avait procédé dans le même temps, que lors de la mise en place des TRS, Wendel avait contracté des accords de financement d'un montant équivalent, et que Wendel avait indiqué en 2006 souhaiter monter au capital de Saint-Gobain.

La cour d'appel de Paris<sup>2</sup> a confirmé les sanctions prononcées par l'AMF en raison de manquements aux dispositions des articles 223-6 et 223-2 du règlement général AMF qui prévoient des obligations renforcées de transparence vis-à-vis du marché et, notamment, d'information du public lorsqu'une personne détient une information privilégiée résultant de la préparation d'une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier. La cour d'appel de Paris utilise la méthode du faisceau d'indices : « *ce rapprochement et cette mise en perspective permettent assurément d'établir, non pas comme cela est soutenu, des projets successifs constitués par une exposition économique puis par l'achat de titres Saint-Gobain, mais la préparation d'une unique opération financière préparée par Wendel et son dirigeant, et constituée par plusieurs étapes successives, déterminées par avance, visant à permettre à la société Wendel de prendre possession d'une part substantielle du capital de Saint-Gobain la mettant en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société* ». Cette méthode du faisceau d'indices caractérise la fraude de Wendel.

**Le *decoupling* échappe aux réglementations tentant de le définir.** Les réglementations visant à appréhender directement le *decoupling* laissent perplexe. En effet, faute de pouvoir l'enfermer dans une définition juridique, il n'est pas possible de lutter efficacement contre

---

<sup>2</sup> Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 31 mai 2012 qui a fait l'objet d'un pourvoi en cassation. Par arrêt en date du 26 novembre 2013, la chambre commerciale de la cour de cassation a posé une question préjudicielle à la Cour de justice de l'Union européenne

ses effets. Il en est ainsi au niveau national, international et européen.

La situation aux États-Unis montre une approche originale de ce phénomène. La réglementation ne tente pas directement de définir le *decoupling*. Au cas par cas, le juge peut s'appuyer sur un faisceau d'indices pour appliquer la réglementation que la technique utilisée tentait de contourner. Cette approche est différente des législations européennes. Elle repose sur un large pouvoir d'appréciation laissée au juge afin de déterminer dans chaque cas d'espèce si la technique juridique utilisée doit ou non être considérée comme ayant pour objet ou effet de contourner des dispositions impératives.

**La réponse juridique par les principes généraux du droit.** La typologie des situations de *decoupling* établie oriente les propositions destinées à encadrer de telles pratiques. Ces phénomènes doivent être appréhendés par le droit sous l'angle de l'effet économique des techniques utilisées et non sur le seul plan de leur objet juridique.

Les principes généraux du droit et en particulier la fraude et l'abus de droit suffisent à servir de base juridique efficace pour lutter contre les situations de *decoupling* qui seront appréciées au cas par cas par le juge ou l'autorité de marché.

**Conclusion.** Le *decoupling* ne peut être enfermé dans une catégorie juridique nommée par le législateur. Aucune des législations étudiées n'est parvenue à donner une définition pertinente de cette pratique. En réalité, le système juridique dispose cependant déjà des moyens permettant de lutter efficacement contre une telle pratique grâce aux notions d'abus de droit et de fraude. Il ne peut en être ainsi qu'à condition de laisser au juge ou à l'autorité de marché un large pouvoir d'appréciation lui permettant de rechercher *in concreto* au moyen de faisceaux d'indices si en l'espèce, la fraude ou l'abus de droit est bien le seul objectif poursuivi. Renforcer le pouvoir du juge, en particulier au regard des sanctions, tout en lui laissant un large pouvoir d'appréciation, éventuellement guidé par un faisceau d'indices paraît le seul moyen d'appréhender le phénomène économique. Cette conclusion rejoint l'opinion des personnes interrogées lors de l'enquête : elles sont majoritairement défavorable à l'inflation de la réglementation financière qui de surcroît ne parvient pas ni à devancer l'imagination de la pratique ni à distinguer les technique *decoupling* licites de celles devant être sanctionnées car contournant des dispositions impératives.

Finalement, les techniques de financement ne remettent en cause les concepts du droit des sociétés que lorsque le législateur tente d'apporter directement une réponse aux innovations de la pratique. Cette course est perdue d'avance. Les principes généraux du droit et la sagesse des magistrats sont probablement les meilleures armes pour permettre au système juridique et au droit des sociétés de réguler les nouvelles techniques de financement.