

pas exigé à l'époque des accords<sup>51</sup>. Cette affaire *Soysal et Savatli* comporte des liens évidents avec la politique migratoire et le contrôle des frontières par le moyen du visa évoqué au début de la présente chronique. Il est utile de relever que la Cour écarte à cet égard deux arguments invoqués par l'Allemagne. D'une part, celui qui voudrait que la Cour soit incompétente pour connaître d'une question préjudicielle en matière de politique migratoire et de visas, sur la base de l'article 68 CE, lorsque cette question n'est pas posée par une juridiction de dernier niveau (disposition abrogée par le Traité de Lisbonne, *supra*, n° 3). La Cour constate qu'elle est saisie sur pied de l'article 234 CE en interprétation du droit communautaire dont l'accord d'association fait partie (points 38 à 41). En d'autres termes, il ne suffit pas pour l'État de situer la cause dans le champ de la politique migratoire pour que son examen échappe au contrôle de la Cour, qui décide elle-même si un autre domaine du droit communautaire est en cause. D'autre part, le visa étant instauré non seulement par une législation nationale mais par un règlement communautaire, celui-ci ne l'emporte-t-il pas sur la clause de *stand still* d'accords antérieurs? La Cour considère que le droit dérivé peut déroger à la clause de *stand still*, s'il le fait dans une mesure similaire pour les ressortissants communautaires et rappelle le principe de « primauté des accords internationaux conclus par la communauté sur les actes de droit communautaire »<sup>52</sup>.

23. — Les relations entre politiques migratoires, nationales et communautaire, jointes au droit communautaire de la libre circulation des personnes, élargi par certains accords avec des pays tiers, marquent l'année 2009. Elles marqueront les années qui suivent dans une mesure d'autant plus forte que, depuis le 1<sup>er</sup> décembre 2009, toute juridiction nationale peut poser une question préjudicielle dans le domaine de la politique migratoire. Le praticien y sera attentif.

Jean-Yves CARLIER<sup>(\*\*)</sup>

(51) C.J., 19 février 2009, aff. C-228/06, *Soysal et Savatli*, non encore publié au *Recueil*. Est en cause, ici, l'article 41, § 1<sup>er</sup>, du protocole additionnel à l'accord d'association, signé le 23 novembre 1970, *J.O.*, L 293, p. 1.

(52) Point 59. Ce qui n'est pas toujours d'interprétation aisée. Voy. par exemple : H. Labayle et R. Mehdi, « Le contrôle juridictionnel de la lutte contre le terrorisme - Les *black lists* de l'Union dans le prétoire de la Cour de justice », *R.T.D.E.*, 2009, p. 231. *Adde*, en 2009, *Trib.*, 11 juin 2009, aff. T-318/01, *Othman*, non encore publié au *Recueil*.

(\*\*) Professeur à l'Université catholique de Louvain et à l'Université de Liège, avocat.

## Chronique de droit européen des sociétés (\*)

LES PRINCIPAUX DÉVELOPPEMENTS du droit européen des sociétés au cours de la période considérée concernent la problématique sensible de la rémunération des dirigeants, qui a retenu l'attention de la Commission européenne dans un contexte de crise financière, et l'égalité entre actionnaires, notion complexe ayant donné lieu à un important arrêt de la Cour de justice dans le cadre d'une cession de contrôle.

### I

#### Introduction

1. — La présente chronique couvre l'essentiel de la réglementation et de la jurisprudence de droit européen des sociétés publiées en 2009. Son objectif est de mettre en lumière les principaux développements qu'a connus cette matière durant la période considérée afin d'informer les lecteurs tout en les incitant à aller plus loin... La partie consacrée aux travaux de la Commission européenne concerne essentiellement la problématique de la rémunération des administrateurs de sociétés cotées (1). Quant à la jurisprudence, nous analyserons un arrêt de la Cour de justice ayant confirmé l'absence de principe général d'égalité entre actionnaires en droit européen (2).

### 1

#### La recommandation sur le système de rémunération des administrateurs des sociétés cotées

2. — Durant la période considérée, les travaux de la Commission ont essentiellement porté sur l'établissement de nouvelles orientations concernant la structure et la détermination de la rémunération des administrateurs de sociétés cotées et concernant la rémunération dans le secteur financier. Ces travaux ont abouti à l'adoption d'une communication<sup>1</sup> et de deux recommandations complémentaires<sup>2</sup>. Nous

analyserons ci-après la recommandation relative à la rémunération des administrateurs de sociétés cotées.

#### A. — Contexte : crise financière et plan de relance en Europe<sup>3</sup>

3. — La crise financière récente a mis en lumière les défaillances de la réglementation et de la surveillance des marchés financiers. Les politiques de rémunération au sein des sociétés cotées et du secteur financier ont en particulier fait l'objet de critiques du grand public. Les préoccupations portent principalement sur les incitations sous-jacentes aux plans de rémunération qui favorisent essentiellement les rendements à court terme. De plus, ces dernières années, les rémunérations d'administrateurs dans les différents secteurs du marché ont connu des augmentations substantielles, en particulier pour ce qui concerne la partie variable. Afin de restaurer la confiance au sein des marchés financiers et d'en responsabiliser les acteurs, la Commission a décidé de mettre en œuvre une grande réforme, portant notamment sur les politiques de rémunération.

Les deux recommandations en matière de rémunération s'inscrivent dans la stratégie de la Commission visant à donner une impulsion à la relance économique en Europe à la suite des dégâts économiques causés par la crise financière. La Commission a émis diverses propositions de mesures à prendre à cet égard dans sa communication intitulée « L'Europe, moteur de la relance »<sup>4</sup>. Un des objectifs de son plan de relance est d'« améliorer la gestion des risques dans les établissements financiers et moduler le niveau des primes en fonction de la pérennité des performances »<sup>5</sup>.

#### B. — Position du problème<sup>6</sup>

4. — À l'origine, la rémunération basée sur la performance a été conçue en vue d'établir une

(\*) Année 2009.

(1) Communication de la Commission du 30 avril 2009 accompagnant la recommandation de la Commission complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs de sociétés cotées et la recommandation de la Commission sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers (COM(2009) 211, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/COM\(2009\)\\_211\\_FR.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/COM(2009)_211_FR.pdf)).

(2) Recommandation de la Commission du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (C(2009) 3177, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/directorspay\\_290409\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/directorspay_290409_fr.pdf)) et recommandation de la Commission du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des servi-

ces financiers (C(2009) 3159, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/financialsector\\_290409\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/financialsector_290409_fr.pdf)).

(3) Voy. communication de la Commission du 30 avril 2009.

(4) Communication de la Commission au Conseil européen du 4 mars 2009, « L'Europe, moteur de la relance » (COM(2009) 114, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52009DC0114:FR:NOT>).

(5) Voy. communication de la Commission du 4 mars 2009, p. 9.

(6) Document de travail des services de la Commission accompagnant la recommandation de la Commission complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/

concordance entre les intérêts des dirigeants d'entreprises et les intérêts des actionnaires. Cependant, ces quinze dernières années, la composante variable (liée à la performance) des rémunérations a connu une croissance considérable<sup>7</sup> et les plans de rémunération à composante variable sont devenus de plus en plus complexes, aboutissant dans certains cas à des manipulations et à une rémunération excessive. De tels excès sont également dus à la tendance perverse qu'ont les sociétés à déterminer la rémunération de leurs administrateurs exécutifs en comparaison avec leurs pairs, et à tenter d'attirer ceux-ci en offrant une rémunération se situant en haut de l'échelle comparé au groupe de référence, aboutissant à une escalade des rémunérations sans lien avec la performance de la société ou des administrateurs (*rat-chet effect*)<sup>8</sup>. En outre, plusieurs cas où l'octroi de parachutes dorés élevés récompensait un échec des bénéficiaires ont été fortement critiqués par les médias et le grand public.

D'où la remise en question de l'information adéquate des actionnaires et du rôle des administrateurs non exécutifs et des actionnaires dans la détermination de la rémunération des administrateurs exécutifs<sup>9</sup>. Diverses études ont mis en doute le lien effectif entre la rémunération des dirigeants d'entreprises et les critères de performance. Le manque d'adéquation entre la rémunération et les performances des dirigeants d'entreprises remet en cause les mesures d'incitation utilisées et leur impact sur les politiques de gestion à court terme des sociétés, ainsi que la rémunération de l'échec. Un système d'incitation inadéquat peut mener à des transferts de valeurs injustifiés des actionnaires aux administrateurs, restreignant ainsi la possibilité pour ces sociétés d'utiliser leurs ressources de façon productive. Les conséquences sont multiples. De telles politiques de rémunération peuvent mettre en danger la viabilité à long terme de l'entreprise et ses performances, mais également la confiance des investisseurs, l'emploi, la compétitivité et la croissance économique à long terme<sup>10</sup>.

Les causes de cette discordance sont nombreuses. L'analyse d'impact de la Commission en épingle trois en particulier : (i) les problèmes structurels dans le contrat incitatif, par exemple l'utilisation abusive de la composante variable de la rémunération sans qu'il y ait nécessairement de lien étroit et effectif avec la performance à long terme et la confiance excessive dans les résultats basés sur le cours de l'action; (ii) l'utilisation abusive des indemnités de départs, et (iii) le manque de contrôle du processus de rémunération, principalement par l'as-

semblée générale des actionnaires et les comités de rémunération.

### C. — Intervention communautaire

5. — Les systèmes financiers et les marchés de capitaux au sein des États membres sont intrinsèquement liés. La mise en place d'un système de rémunération dysfonctionnel pour les administrateurs des sociétés cotées peut contribuer à saper la confiance des investisseurs et pourrait par conséquent affecter négativement le marché intérieur des capitaux. Il est donc essentiel que les États membres mettent en place des règles communes au niveau européen afin d'éviter que des initiatives isolées causent des distorsions au sein du marché intérieur<sup>11</sup>.

En 2004, la Commission avait déjà adopté une recommandation<sup>12</sup> relative à la rémunération des administrateurs dans les sociétés cotées. Celle-ci s'est cependant avérée être insuffisante en ce qu'elle ne couvre pas certains aspects de la rémunération telle l'adéquation avec des objectifs à long terme. Pour cette raison, la Commission a souhaité adopter une nouvelle recommandation qui vient renforcer la précédente.

La Commission a privilégié l'adoption d'une recommandation (plutôt qu'une directive) en raison de la flexibilité de cet instrument. Les États membres sont libres de déterminer la mise en œuvre des principes qu'elle contient et peuvent décider d'insérer ces principes dans un code de gouvernance d'entreprise appliquant la méthode *comply or explain*. La flexibilité de cet instrument permet également de moduler les règles en fonction des coutumes propres à chaque État membre, de la taille des sociétés visées et du secteur dans lequel elles opèrent<sup>13</sup>.

### D. — Objectifs

6. — Le but premier de l'initiative de la Commission est d'énoncer une série de principes relatifs aux plans de rémunération et à la gouvernance d'entreprise qui visent à accorder les systèmes d'incitation sous-jacents aux plans de rémunération et l'objectif de viabilité à long terme des sociétés. À cette fin, les États membres sont encouragés à faire appliquer ces bonnes pratiques par les entreprises et à veiller à ce que celles-ci mettent en œuvre des politiques de rémunération à long terme.

Plus particulièrement, la recommandation vise à assurer (i) la transparence des pratiques de rémunération et (ii) le contrôle des politiques de rémunération par les actionnaires de la société, grâce à la divulgation des politiques de rémunérations, l'instauration d'un vote obligatoire ou consultatif portant sur les déclarations de rémunérations, et l'aval des actionnaires pour les rémunérations en actions. Par ailleurs, la recommandation vise également à garantir l'exercice d'un contrôle indépendant vis-à-vis des pratiques de rémunération et à réserver un rôle consultatif et de surveillance au comité de rémunération<sup>14</sup>.

La recommandation n'a donc pas pour ambition de régler la forme et le niveau de rémunération des administrateurs, qui continuent à relever de la compétence des sociétés, mais plutôt d'adopter un cadre communautaire énonçant des principes généraux relatifs à la structure de la politique de rémunération et au processus de fixation et contrôle de la rémunération<sup>15</sup>.

### E. — Contenu de la recommandation

7. — La Commission a adopté cette recommandation en vue d'encourager la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des membres du conseil d'administration des sociétés cotées. Les mesures européennes en matière de gouvernance d'entreprise ont toujours visé les sociétés cotées. Toutefois, les États membres sont libres d'étendre l'application des principes énoncés en partie ou en totalité aux sociétés non cotées<sup>16</sup>.

Les mesures proposées par la Commission s'inspirent essentiellement des bonnes pratiques existantes dans la législation et les codes de gouvernance d'entreprise des États membres<sup>17</sup>. Les principes énoncés ont principalement trait à (i) la structure de la rémunération, et (ii) la procédure de détermination de la rémunération.

#### 1. — Structure de la rémunération

8. — Concernant la structure de la rémunération<sup>18</sup>, la recommandation invite les États membres à exiger un équilibre entre les composantes fixes et variables en prévoyant que la politique de rémunération plafonne la composante variable et assure un montant suffisant pour la partie fixe et ce, afin de permettre à la société de retenir la composante variable de la rémunération si son bénéficiaire ne répond pas aux exigences de performance.

En outre, la recommandation vise à promouvoir la viabilité à long terme des sociétés en liant l'attribution de la composante variable à des critères de performance prédéterminés et mesurables (notamment en prenant en compte des critères non financiers tels que, par exemple, le respect des règles en vigueur) et en prévoyant l'étalement dans le temps du versement de la rémunération variable. Il est fréquent que les plans rémunèrent les membres du conseil d'administration en actions, options sur actions ou autres droits à l'acquisition d'actions ou sur la base de l'évolution du cours de l'action. Afin de prendre davantage en compte les performances des administrateurs et la valeur créée à long terme pour la société, ces actions, options et droits ne devraient être définitivement acquis qu'après un minimum de trois années après leur attribution et cette acquisition définitive devrait dépendre de critères de performance prédéterminés et mesurables<sup>19</sup>.

162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées et la recommandation de la Commission sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers - Analyse d'impact ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/impact\\_assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/impact_assessment_en.pdf)).

(7) Voy. notamment J.-M. Caprasse, « European Commission Roundtable on executive remuneration - Executive Remuneration in Europe - Key statistics and shareholders' scrutiny », Bruxelles, 23 mars 2009 European Governance Head ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/roundtable\\_caprasse\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/roundtable_caprasse_en.pdf)).

(8) Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 mars 2009 ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf-remuneration\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-remuneration_en.pdf)).

(9) Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 mars 2009.

(10) Voy. résumé de l'analyse d'impact, p. 3.

(11) Voy. résumé de l'analyse d'impact, p. 2.

(12) Recommandation 2004/913/CE.

(13) Voy. résumé de l'analyse d'impact, p. 4.

(14) Recommandation C (2009) 3177, p. 3.

(15) Recommandation C (2009) 3177, p. 2.

(16) Recommendation on directors' remuneration : Frequently Asked Questions (<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/213&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>).

(17) Recommendation on directors' remuneration : Frequently Asked Questions.

(18) Recommandation C(2009) 3177, article 3.

(19) Recommandation C(2009) 3177, articles 4.1 à 4.3.

S'il s'avère que la composante variable de la rémunération a été versée à son bénéficiaire sur la base de données manifestement erronées, la société doit pouvoir recouvrer celle-ci (*claw-back*). La mise en œuvre de ce principe pourrait en pratique poser des problèmes au niveau légal et fiscal.

Les parachutes dorés, quant à eux, devraient être plafonnés (deux années de rémunération fixe au maximum) et, si un administrateur quitte la société en raison d'un échec, l'octroi d'un parachute doré devrait être interdit. En effet, ces indemnités de fin de contrat ont pour but de servir de filet de sécurité en cas de résiliation anticipée du contrat de travail et ne devraient pas être versées si un administrateur quitte la société de son propre chef ou en raison de mauvaises performances. Par contre, en cas de résiliation anticipée du contrat pour des raisons de restructuration interne de la société ou du groupe auquel la société appartient ou en raison d'un changement de stratégie de la société, le versement d'une indemnité de fin de contrat se justifie<sup>20</sup>.

## 2. — Procédure de détermination de la rémunération

9. — Concernant la gouvernance, la recommandation promeut une transparence accrue vis-à-vis des actionnaires. Elle inclut des principes visant à renforcer le contrôle exercé par les actionnaires sur les politiques de rémunération et étend ainsi les obligations en matière d'information déjà sacrées dans la recommandation de 2004. La divulgation vise à informer les actionnaires de la manière dont les principes relatifs à la structure, l'établissement et la mise en œuvre de la rémunération repris dans la nouvelle recommandation sont appliqués par la société. La déclaration sur la rémunération doit être claire et facilement compréhensible à l'égard des actionnaires afin que ceux-ci puissent pleinement apprécier la façon dont la société conçoit et met en œuvre sa politique de rémunération<sup>21</sup>. Il est en effet essentiel que les actionnaires puissent clairement comprendre comment les plans de rémunération sont structurés et apprécier les risques qu'ils comportent. L'importance de cette information transparente à l'égard des actionnaires avait notamment été soulignée dans la déclaration faite par le « European Corporate Governance Forum on Director Remuneration » en mars 2009<sup>22</sup>.

La recommandation vise également à accroître le rôle et la responsabilité des actionnaires, en particulier les actionnaires institutionnels, dans le processus de détermination des plans de rémunération et à renforcer de la sorte l'obligation de rendre compte. Les actionnaires devraient être encouragés à participer aux assemblées générales et à exercer leur droit de vote en prenant en compte les principes énoncés dans la recommandation.

Dans le but d'éviter les conflits d'intérêts, la recommandation prévoit également que les membres du personnel non exécutifs ne puissent être rémunérés en options sur actions<sup>23</sup>.

Le rôle et la responsabilité du comité de rémunération sont également renforcés. La recommandation confie un rôle de surveillance au comité de rémunération et préconise qu'au moins un de ses membres dispose de l'expertise nécessaire en matière de rémunération. Le comité devrait revoir périodiquement la politique de rémunération des administrateurs et s'assurer que celle-ci soit proportionnelle à la rémunération des autres administrateurs exécutifs siégeant au conseil d'administration et des membres du personnel de la société. Lors de l'assemblée générale des actionnaires, les membres du comité de rémunération devraient faire rapport aux actionnaires sur l'exercice de leurs fonctions afin de renforcer l'objectif de surveillance par l'assemblée et le comité. Pour garantir l'indépendance des consultants en rémunération, le comité devrait également jouer un rôle majeur dans la prévention des conflits d'intérêts en garantissant que ces consultants ne conseillent pas simultanément le comité de rémunération et la société.

## F. — Autres initiatives législatives et perspectives futures<sup>24</sup>

10. — Comme nous l'avons mentionné précédemment, cette recommandation s'inscrit dans un ensemble plus large de mesures énoncées par la Commission en réaction à la crise financière.

En juillet 2009, la Commission a proposé une révision de la réglementation bancaire dans le but de renforcer les exigences en matière de fonds propres des banques et les rémunérations dans le secteur bancaire<sup>25</sup>. À ce sujet, le président de la Commission José Manuel Barroso a déclaré : « Ces propositions s'attaquent aux risques inhérents à deux causes majeures de la crise actuelle : la titrisation et les politiques de rémunération. Notre action se veut ambitieuse, pour éviter que l'histoire se répète. [Les banques] devront notamment compenser les risques liés à des produits de "retitrisation" de haute complexité et s'attaquer aux incitations aux effets pervers qui peuvent résulter de leurs systèmes de rémunération et de primes. Les banques et les entreprises d'investissement auront l'obligation de se doter de politiques de rémunération compatibles avec une gestion de risque efficace ». Les propositions visent à faire rentrer les politiques de rémunération et leur lien avec la gestion des risques dans le cadre de la surveillance prudentielle. Les pratiques d'incitations perverses qui récompensent la prise de risque excessive sont directement visées par la proposition et les autorités de surveillance auront le pouvoir de sanctionner les banques et entreprises d'investissement en cas de non-respect des nouvelles exigences.

D'autres secteurs financiers, comme celui des assurances, pourraient également faire l'objet d'initiatives législatives similaires dans le futur.

11. — La Commission entend assurer un suivi efficace des nouvelles mesures prises dans le

domaine de la rémunération. Ainsi, la recommandation concernant la rémunération des administrateurs invite les États membres à mettre en place des consultations au niveau national avec les parties intéressées et à notifier à la Commission les mesures prises en application de la recommandation. Ceci devrait permettre d'évaluer les résultats de ces recommandations et de prendre, si nécessaire, des actions supplémentaires.

## 2

### La portée de l'égalité entre actionnaires

12. — Dans le cadre de la présente chronique, nous nous limiterons à une analyse de l'arrêt du 15 octobre 2009 par lequel la Cour de justice a eu à se prononcer sur l'(in)existence d'un principe général d'égalité entre actionnaires dans le domaine des cessions de contrôle.

Nous ne pouvons qu'évoquer deux autres arrêts importants, rendus en 2009, qui touchent les sociétés commerciales sans relever du droit des sociétés : l'arrêt *Spector Photo Group n.v.*, rendu sur question préjudicielle de la cour d'appel de Bruxelles, concerne la notion d'« opération d'initié »<sup>26</sup>, et l'arrêt *Akzo Nobel n.v. e.a. c. Commission* précise les règles d'imputation aux sociétés mères des infractions au droit de la concurrence commises par leurs filiales<sup>27</sup>.

(26) C.J., 3<sup>e</sup> ch., 23 décembre 2009, *Spector Photo Group n.v. et a. c. Commissie voor het Bank-, Financien en Assuratiwezen (C.B.F.A.)*, aff. C-45/08. Selon la Cour, l'article 2, § 1<sup>er</sup>, de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché doit être interprété en ce sens que le fait qu'une personne concernée détenant une information privilégiée « acquiert ou cède ou tente d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information implique que cette personne "a utilisé cette information" au sens de ladite disposition, sous réserve du respect des droits de la défense et, en particulier, du droit de pouvoir renverser cette présomption ». La Cour rappelle que l'existence d'une opération d'initiés doit être appréciée en fonction de la finalité de cette directive, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, avec ce que cela requiert de traitement égal et de protection contre l'abus d'informations privilégiées. La Cour a également estimé que l'article 14, § 1<sup>er</sup>, de la directive 2003/6 doit être interprété en ce sens (i) que l'avantage économique retiré par l'initié peut constituer un élément pertinent pour déterminer la « sanction effective, proportionnée et dissuasive » et (ii) que, si un État membre a prévu, hormis les sanctions administratives, la possibilité d'infliger une sanction pénale pécuniaire, il n'y a pas lieu de prendre en considération, pour apprécier le caractère effectif, proportionné et dissuasif de la sanction administrative, la possibilité ou la sévérité d'une éventuelle sanction pénale ultérieure.

(27) C.J., 10 septembre 2009, *Akzo Nobel n.v. e.a. c. Commission*, aff. C-97/08 (cartel du chlorure de choline). Selon cet arrêt, une société mère peut être tenue responsable des comportements anticoncurrentiels de ses filiales, même si elle n'a pas elle-même participé à ces activités. La question décisive est celle de savoir si la société mère constitue avec ses filiales une « unité économique unique ». À cet égard, la Cour confirme que le simple fait pour une société mère de détenir une participation de 100% dans une filiale crée une présomption réfutable qu'elle exerce une influence déterminante sur la politique commerciale de la filiale, sans qu'il faille ap-

(20) Recommandation C(2009) 3177, p. 3.

(21) Recommandation C(2009) 3177, article 5.

(22) Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 mars 2009.

(23) Recommandation C(2009) 3177, article 4.4.

(24) Voy. résumé de l'analyse d'impact, pp. 7-8.

(25) Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération SEC(2009) 974 final SEC(2009) 975 final

**13.** — À la suite d'une demande de décision préjudicielle émanant de la Cour de cassation de Luxembourg, dans le cadre d'un litige opposant des actionnaires minoritaires de la société RTL Group aux sociétés Groupe Bruxelles Lambert et Bertelsmann à propos de conventions de cession de contrôle conclues entre ces dernières, la Cour de justice des Communautés européennes, suivant les conclusions de l'avocat général V. Trstenjak, a estimé par un arrêt du 15 octobre 2009, que « le droit communautaire ne contient pas de principe général de droit selon lequel les actionnaires minoritaires sont protégés par l'obligation de l'actionnaire dominant acquérant ou exerçant le contrôle d'une société d'offrir à ceux-ci de racheter leurs actions aux mêmes conditions que celles convenues lors de l'acquisition d'une participation conférant ou renforçant le contrôle de l'actionnaire dominant »<sup>28</sup>.

**14.** — Quant aux faits et à la procédure, on peut rappeler qu'Audiolux et les autres parties requérantes étaient actionnaires minoritaires au sein de RTL, dont les actions étaient cotées sur les marchés de Luxembourg, de Bruxelles et de Londres. Avant les événements ayant donné lieu au litige, les actions de RTL étaient réparties comme suit : GBL détenait 30%, Bertelsmann Westdeutsche TV GmbH, dans laquelle Bertelsmann détenait une participation de 80%, était propriétaire de 37%, le groupe britannique Pearson Television possédait 22% et le solde de 11% était répandu dans le public. Sous le couvert de plusieurs transactions effectuées dans le courant du premier semestre de l'année 2001, GBL avait cédé sa participation de 30% à Bertelsmann en échange de 25% du capital de cette dernière. Par la suite, Bertelsmann avait acquis la participation de Pearson Television et RTL avait procédé au *delisting* de ses titres de la bourse de Londres.

Audiolux et consorts ont alors contesté la validité de la cession de cette participation et postulé la réparation du préjudice causé par le non-respect de l'obligation d'échanger leurs actions « RTL » contre des actions « Bertelsmann » aux mêmes conditions que celles consenties à GBL. Un jugement du tribunal d'arrondissement de Luxembourg du 8 juillet 2003 rejeta ces demandes aux motifs qu'à l'époque, ni le droit des sociétés, ni la réglementation boursière luxembourgeoise ne prévoyait, lors d'une transaction de titres entre actionnaires importants, un droit des actionnaires minoritaires à céder leurs titres dans les mêmes conditions. La cour d'appel de Luxem-

bourg a confirmé ce jugement en estimant qu'il n'existait pas un principe général en vertu duquel les actionnaires minoritaires d'une société luxembourgeoise cotée pouvaient réclamer un droit à un traitement égal de la part des actionnaires majoritaires lors de la cession d'une participation importante. Dans son pourvoi en cassation, Audiolux fit valoir la violation d'un principe général d'égalité des actionnaires.

Dans ce contexte, la Cour de cassation luxembourgeoise a posé à la Cour de justice deux questions préjudicielles importantes que l'on peut résumer comme suit :

— les références à l'égalité entre actionnaires et à la protection des minoritaires invoquées dans certains textes communautaires procèdent-elles d'un principe général de droit communautaire?

— cet éventuel principe général de droit communautaire trouve-t-il à s'appliquer uniquement dans les rapports entre une société et ses actionnaires ou, au contraire, s'impose-t-il également dans les rapports entre actionnaires majoritaires exerçant ou acquérant le contrôle d'une société et les actionnaires minoritaires de cette société, spécialement dans le cas d'une société cotée?

En définitive, il s'agit de savoir s'il existe, en droit communautaire, un principe général d'égalité en vertu duquel est mise à charge de l'actionnaire qui acquiert le contrôle d'une société ou renforce son contrôle l'obligation d'offrir aux actionnaires minoritaires l'opportunité de vendre leurs actions aux mêmes conditions que celles convenues lors de la transaction relative au contrôle.

**15.** — Il convient de rappeler que le traitement égal des actionnaires se trouvant dans des conditions identiques est invoqué dans la deuxième directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976 (à propos des variations de capital et des acquisitions d'actions propres), dans la directive 79/279/CEE du Conseil du 5 mars 1979 et la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (à propos des obligations de transparence et d'information des émetteurs de valeurs mobilières admises à la cote officielle), dans la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d'acquisition afférentes aux titres admis à la négociation sur un marché réglementé d'une société relevant d'un État membre<sup>29</sup> et dans la recommandation 77/534/CEE de la Commission du 25 juillet 1977 portant sur un code de conduite européen concernant les transactions relatives aux valeurs mobilières (à propos des cessions de participation de contrôle de sociétés cotées).

La Cour relève d'emblée que l'existence de ces dispositions afférentes à la protection des actionnaires minoritaires dans le droit communautaire dérivé ne suffit pas, en soi, à établir l'existence d'un principe général de droit communautaire, notamment si leur champ d'application est limité à des droits clairement déter-

minés et certains. Dès lors, dans l'esprit de la Cour, l'examen des dispositions concernées a pour seul objet de vérifier si elles donnent des indications concluantes de l'existence du principe recherché. À cet égard, la Cour précise que ces dispositions ne revêtent une valeur indicative que si — rédigées de manière contraignante — elles font ressortir le contenu du principe recherché<sup>30</sup>.

Dans un premier temps, la Cour constate que la portée des dispositions pertinentes des directives 77/91 et 79/279 est limitée à des situations particulières, différentes du cas d'espèce. Il en est ainsi en ce qui concerne les articles 20 et 42 de la directive 77/91, dont l'objet est d'assurer un niveau minimal de protection des actionnaires dans l'ensemble des États membres. En outre, une interprétation large du principe d'égalité mis en œuvre dans la deuxième directive priverait d'effet utile les dispositions permettant d'y déroger, notamment en limitant le droit préférentiel de souscription dans le cadre des augmentations de capital<sup>31</sup>. En définitive, les dispositions pertinentes de ces directives, en se limitant à réglementer des hypothèses très précises pour protéger tous les actionnaires, sont dépourvues du caractère général inhérent aux principes généraux de droit.

Quant au code de conduite, la Cour relève que son premier principe général<sup>32</sup>, tout en distinguant, d'une part, les dispositions légales et réglementaires et, d'autre part, les principes de bonne conduite, confère aux principes recommandés par le code la même valeur, en tant que sources de droit, que ceux en usage sur les marchés. Or, un tel constat quant à la portée juridique de ces principes est inconciliable avec l'hypothèse selon laquelle le troisième principe général<sup>33</sup> et la dix-septième disposition complémentaire du code<sup>34</sup> reposeraient sur un principe général du droit communautaire. En outre, selon la Cour, ni ce troisième principe général ni la dix-septième disposition complémentaire ne consacrent l'obligation d'un traitement égal dans des termes absolus et contraignants. Le fait que, selon la dix-septième disposition complémentaire, il est seulement « souhaitable » d'offrir aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs titres, dans la mesure où ils ne

porter d'autres éléments pour établir la présomption. La société mère ne peut renverser la présomption en opposant que sa filiale était en mesure de « se comporter de façon indépendante sur le marché ». La Cour rappelle la pertinence d'autres facteurs tels que les liens économiques, organisationnels et juridiques entre la société mère et la filiale concernée. La « présomption capitalistique » devient ainsi, en pratique, sinon irréfutable, à tout le moins sensiblement plus ardue à renverser. La Cour précise que son interprétation n'introduit pas un régime de responsabilité sans faute. Après avoir rappelé que le droit communautaire de la concurrence repose sur le principe de la responsabilité personnelle de l'« entité économique » ayant commis l'infraction, la Cour considère que, si la société mère forme, avec plusieurs personnes juridiques, une telle unité économique, elle apparaît comme solidairement responsable, avec lesdites personnes, des infractions reprochées.

**(28)** C.J., 4<sup>e</sup> ch., 15 octobre 2009, *Audiolux S.A. e.a. c. Groupe Bruxelles Lambert S.A. e.a. et Bertelsmann A.G.* e.a., aff. C-101/08, J.T., 2010, p. 24.

**(29)** À propos de la transposition de cette directive dans les différents États membres, voy. G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis (dir.), *Les offres publiques d'achat*, Paris, Litec, JurisClasseur, 2009. Quant à sa transposition en droit belge, voy. Y. De Cordt, Ph. Lambrecht et Ph. Hamer (dir.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, Kluwer, 2007.

**(30)** Voy. les arrêts du 23 novembre 1999 (C-149/96, *Rec.*, p. I-8395, 86) et du 12 juillet 2001 (C-189/01, *Rec.*, p. I-5689, 73 et 74).

**(31)** Voy. les arrêts du 12 mars 1996 (C-441/93, *Rec.*, p. I-1347, 38), du 19 novembre 1996 (C-42/95, *Rec.*, p. I-6017, 13) et du 18 décembre 2008 (C-338/06, non encore publié, 23).

**(32)** « Toute opération sur les marchés de valeurs mobilières implique le respect non seulement de la lettre, mais également de l'esprit des dispositions légales ou réglementaires en vigueur dans chaque État ainsi que des principes de bonne conduite en usage sur ces marchés ou recommandés par le présent code ».

**(33)** « Une égalité de traitement devrait être assurée à tout détenteur de valeurs mobilières de même nature, émises par la même société; en particulier tout acte entraînant, directement ou indirectement, le transfert d'une participation permettant un contrôle de droit ou de fait d'une société dont les valeurs mobilières sont négociées sur le marché, tiendra compte du droit de tous les actionnaires à être traités de la même manière ».

**(34)** « Toute transaction entraînant le transfert d'une participation de contrôle au sens du troisième principe général ne devrait pas se faire clandestinement sans information des autres actionnaires et des autorités de contrôle du marché. Il est souhaitable que la possibilité de céder leurs titres à des conditions identiques soit offerte à tous les actionnaires de la société dont le contrôle a été transféré, sauf s'ils bénéficient par ailleurs d'une protection qui peut être considérée comme équivalente » (souligné par les auteurs).

bénéficient pas d'une protection équivalente, empêche de déduire de ces dispositions l'existence d'un principe général du droit communautaire relatif à la protection des actionnaires minoritaires.

L'article 5 de la directive 2004/25 instaure certes l'obligation pour l'actionnaire ayant acquis le contrôle d'une société de lancer une offre obligatoire et son article 16 prévoit le rachat obligatoire (*sell out*). Cependant, les considérants de cette directive n'indiquent en aucune manière que les règles instaurées procéderaient d'un principe général du droit communautaire<sup>35</sup> et ne font aucune référence au code de conduite ou aux directives 77/91 et 79/279, ce qui déforce l'idée selon laquelle la directive constituerait l'aboutissement d'un projet entamé par le code de conduite ou les directives précitées. En outre, les dispositions de la directive 2004/25 — dépourvues de caractère général — s'appliquent à des situations spécifiques (tel type de société, tel pourcentage du capital...) en sorte qu'il ne peut en être déduit un principe déterminé.

Sur la base de ces considérations, la Cour en arrive à la conclusion que l'on ne peut puiser dans les dispositions de droit communautaire dérivé invoquées par Audiolux des éléments démontrant l'existence d'un principe général d'égalité de traitement des actionnaires minoritaires. Elle examine ensuite si le traitement revendiqué par Audiolux peut constituer une expression spécifique, en droit des sociétés, du principe général d'égalité de traitement.

**16.** — D'après une jurisprudence constante, le principe général d'égalité de traitement impose que, sous réserve de justifications objectives, des situations comparables ne soient pas traitées de manière différente et que des situations différentes ne soient pas traitées de manière identique<sup>36</sup>. En l'occurrence, le traitement revendiqué par Audiolux tend à établir, à charge exclusive de l'actionnaire acquérant ou renforçant le contrôle, l'obligation de contracter avec tous les actionnaires minoritaires aux mêmes

conditions que celles convenues lors de la transaction portant sur le contrôle, ce qui entraînerait — en faveur de ces actionnaires — un droit corrélatif de lui vendre leurs actions.

La Cour estime qu'à lui seul, le principe général d'égalité de traitement ne saurait ni faire naître une obligation particulière dans le chef de l'actionnaire dominant au bénéfice des autres actionnaires, ni déterminer la situation spécifique à laquelle une telle obligation se rattache. En effet, instaurer une telle obligation et fixer ses conditions impliquerait de déceler si, dans telle situation particulière où un actionnaire acquiert ou renforce son contrôle, les actionnaires minoritaires ont besoin d'une protection nécessitant d'imposer une obligation à l'actionnaire dominant. Aux yeux de la Cour, le principe général d'égalité ne saurait déterminer un choix d'ordre législatif entre différents moyens concevables de protection équivalente des actionnaires minoritaires, tels que ceux préconisés par les dispositions de droit communautaire dérivé. Pour poser un tel choix, il s'agit de mettre en balance les intérêts en présence (ceux des actionnaires minoritaires et dominants) et les conséquences de ce régime sur les acquisitions d'entreprises et de formuler l'obligation de manière suffisamment précise et détaillée pour que les intéressés puissent prendre leurs dispositions en pleine connaissance de leurs droits et obligations<sup>37</sup>. En effet, les principes généraux du droit communautaire se situent au rang constitutionnel tandis que le principe préconisé par Audiolux se distingue par un haut degré de détail nécessitant une construction législative qui s'opère, au niveau communautaire, par un acte de droit dérivé. Dès lors, la Cour refuse de reconnaître dans le principe invoqué par Audiolux un principe général autonome du droit communautaire.

**17.** — L'égalité dite « externe » — consacrée aujourd'hui dans des textes légaux et réglementaires comme jadis dans la jurisprudence prétoirienne de certaines autorités administratives indépendantes — constitue un concept structurel et fonctionnel des marchés de valeurs mobilières. Cette égalité fait référence au contrôle de la gestion par la défection (*exit*), que l'on distingue du contrôle par la prise de parole (*voice* ou égalité « interne »). Au sein d'une économie de fonds propres, dans laquelle le pourcentage de personnes vivant de l'épargne augmente, le marché est au cœur de la vie des sociétés cotées et devient un producteur de normes flexibles. En garantissant aux investisseurs — actionnaires actuels et éventuels des sociétés cotées — le droit de recevoir la même qualité d'informations (« égalité devant l'information ») et de bénéficier des mêmes avantages financiers en cas de cessions de contrôle (« égalité de prix »), le législateur tend, non seulement à moraliser les transactions boursières, mais aussi à susciter et à préserver la confiance des investisseurs, à encourager la loyauté des intervenants sur les marchés boursiers, à assurer le développement harmonieux et le fonctionnement efficace de ces marchés, et à favoriser la capitalisation des sociétés commerciales.

S'agissant des obligations en matière d'information, il y va d'une saine application d'une norme de transparence. Mais même dans ce contexte, l'égalité demeure relative puisqu'une information identique peut être différemment exploitée par un investisseur professionnel ou par un épargnant. Quant aux cessions de contrôle, le législateur fait en sorte que tous les actionnaires bénéficient des avantages financiers qui, sans son intervention, pourraient être réservés à quelques privilégiés. La mise en œuvre du concept d'égalité empêche les acquéreurs potentiels d'exercer des pressions illégitimes pour forcer les actionnaires à vendre à des conditions inéquitable et elle dissuade les acquisitions purement spéculatives. L'exigence d'une égalité externe est cependant artificielle puisque, dans le cours normal des affaires, les transactions se nouent à des moments et à des prix différents. S'il est certes opportun de permettre aux actionnaires de se retirer à des conditions équitables, une obligation générale et inconditionnelle ne doit pas rendre trop onéreuses des cessions nécessaires à l'allocation optimale des ressources. Il est donc préférable que l'application de cette égalité « réelle » soit légalement encadrée et soumise, le cas échéant, à l'appréciation d'autorités administratives indépendantes. En définitive, cette égalité réelle, qui est d'interprétation stricte et ne constitue pas un principe général, a été consacrée moins par l'octroi de privilèges que par la reconnaissance d'intérêts ou d'enjeux destinés à promouvoir l'efficacité et le dynamisme des marchés des capitaux<sup>38</sup>.

Yves DE CORDT<sup>39</sup>  
et Patricia COLARD<sup>40</sup>

(35) L'allusion que font les considérants de la directive aux principes généraux du droit communautaire ne vise que les garanties procédurales et les principes énoncés sont en réalité des principes directeurs pour la mise en œuvre de la directive par les États membres.

(36) Arrêt du 16 décembre 2008, C-127/07, non encore publié, 23. En doctrine, voy., de manière générale, S. Besson, *L'égalité horizontale : l'égalité de traitement entre particuliers*, Fribourg, éditions universitaires, 1999; L. Simont, « L'égalité entre les actionnaires de la société anonyme », *R.P.S.*, 1997, p. 235; P.-A. Foiriers, « Égalité des actionnaires : droit des sociétés, corporate governance », in C. Oldeneel (coord.), *L'égalité de traitement dans le monde de l'entreprise*, Bruxelles, Bruylant-Malines, Kluwer, 2009, p. 117; H. Laga, « Het gelijkheidsbeginsel in het vennootschaps- en effectenrecht », *R.W.*, 1992, p. 1161; D. Van Gerven, « De gelijkheid en gelijke behandeling van vennooten onder Belgisch recht », in *Beginselen van vennootschapsrecht in binationaal perspectief*, H.-J. De Kluiver en J. Wouters (éds.), Anvers, Intersentia, 1998, p. 151; K. Laveyt, « De gelijke behandeling van aandeelhouders », *R.W.*, 2002-2003, p. 1493; K. Macours, « De gelijke behandeling van aandeelhouders : een beginsel met verschillende verschijningsvormen », in C. Oldeneel (coord.), *L'égalité de traitement dans le monde de l'entreprise*, op. cit., pp. 201 et s.; Y. Guyon, « Le principe de l'égalité des actionnaires et ses conséquences selon le Conseil constitutionnel », *Rev. soc.*, 1988, p. 234; J. Mestre, « L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé) », *Rev. soc.*, 1989, p. 404; T.L. Kelly, « Nixon v. Blackwell : fairness but not equality for minority shareholders », *Delaware Journal of Corporate Law*, 1994, p. 533; L.A. Bebchuk, « Toward Undistorted Choice and Equal treatment in Corporate Takeovers », *Harvard Law Review*, 1985, p. 1693.

(37) Arrêt du 15 juillet 1970 (41/69, *Rec.*, p. 661, 18), arrêt du 5 mars 1980 (265/78, *Rec.*, p. 617, 9) et ordonnance du 5 mars 1999 (C-153/98 P, *Rec.*, p. I-1441, 14 et 15). À propos du principe de sécurité juridique, arrêt du 10 mars 2009, C-345/06, non encore publié, 44.

(38) Pour de plus longs développements, voy. Y. De Cordt, *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004 et Y. De Cordt, « L'égalité entre actionnaires », *R.P.S.*, 2003, pp. 105 et s.

(39) Professeur à l'U.C.L. (C.R.I.D.E.S.-Jean Renauld), avocat au barreau de Bruxelles.

(40) Assistante à l'U.C.L. (C.R.I.D.E.S.-Jean Renauld), avocate au barreau de Bruxelles.

## Dénominations et abréviations

Depuis le premier numéro de l'année 2010, les institutions judiciaires européennes sont désignées, dans nos colonnes, de la façon suivante : Cour de justice (« C.J. »), Tribunal européen (« Trib. »), Tribunal de la fonction publique (« T.F.P. »). Ce changement fait suite aux modifications introduites par le Traité de Lisbonne. Pour harmoniser la présentation, ces termes sont utilisés indépendamment de la date à laquelle l'arrêt ou l'ordonnance sont ou ont été rendus : donc, également pour les actes rendus antérieurement à l'entrée en vigueur dudit Traité.