RTDF N° 2-2022

Revue Trimestrielle de Droit Financier

Corporate Finance and Capital Markets Law Review

Doctrine

Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez
AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Défenses anti-OPA et principes des offres publiques
CHARLES GOYET

Multinational corporations' responsibility for tortious and human rights violations: a comparative study
FATEMEH BAGHERZADEH

Judicial Review of Deferred Prosecution Agreements
A Comparative Study
FREDERICK T. DAVIS

Recevabilité des projets de résolutions des actionnaires et contrôle de l'Autorité des marchés financiers : une approche fonctionnelle
SOPHIE VERMEILLE ET PAUL OUDIN

Les devoirs de l'actionnaire
ROMAIN DUMONT

L'ordre public sociétaire
SIMON FARGES

Chroniques

Corporate Governance – Transparence financière et comptable
RENAUD MORTIER

Financements structurés – Titrisation
Le rapport de l'*ABE Developing a framework for sustainable securitisation* : la titrisation au bénéfice du développement durable
ALEXANDRE QUIQUEREZ

La modification des actions de préférence émises par une SAS
DIDIER PORACCHIA

Digitalisation et droit financier
HUBERT DE VAUPLANE

La localisation du SPV dans le Règlement titrisaton
FABRICE FAURE-DAUPHIN

Infractions financières (Délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles)
ÉRIC DEZEUZE ET NICOLAS RONTCHEVSKY

lexbase

SOMMAIRE

Doctrine

Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez.....3
AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Défenses anti-OPA et principes des offres publiques.....20
Libres propos sur une tête d'épingle
CHARLES GOYET

Multinational corporations' responsibility for tortious and human rights violations: a comparative study.....25
FATEMEH BAGHERZADEH

Judicial Review of Deferred Prosecution Agreements.....53
A Comparative Study
FREDERICK T. DAVIS

Recevabilité des projets de résolutions des actionnaires et contrôle de l'Autorité des marchés financiers : une approche fonctionnelle.....99
SOPHIE VERMEILLE ET PAUL OUDIN

Les devoirs de l'actionnaire.....112
ROMAIN DUMONT

L'ordre public sociétaire.....118
SIMON FARGES

Chroniques

Corporate Governance – Transparence financière et comptable.....131
RENAUD MORTIER

Financements structurés – Titrisation 143
Le rapport de *l'ABE Developing a framework for sustainable securitisation* : la titrisation au bénéfice du développement durable
ALEXANDRE QUIQUEREZ

La modification des actions de préférence émises par une SAS.....152
DIDIER PORACCHIA

Digitalisation et droit financier.....163
HUBERT DE VAUPLANE

La localisation du SPV dans le Règlement titrisaton.....172
FABRICE FAURE-DAUPHIN

Infractions financières (Délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles).....178
ÉRIC DEZEUZE ET NICOLAS RONTCHEVSKY

Bibliographie

ÉMILIE MARCON.....189

DIRECTION

Comité éditorial

Alain Pietrancosta
Professeur à l'Université Paris 1,
Président du Comité éditorial

Thierry Bonneau
Professeur à l'Université Paris 2

Alain Couret
Professeur à l'Université Paris 1

Jean-Jacques Daigre
Professeur à l'Université Paris 1

Thierry Granier
Professeur à l'Université d'Orléans

Paul Le Cannu
Professeur à l'Université Paris 1

Hervé Le Nabasque
Professeur à l'Université Paris 1

Nicolas Rontchevsky
Professeur à l'Université Robert Schuman (Strasbourg 3)

Hervé Synvet
Professeur à l'Université Paris 2

Comité international

Lucian A. Bebchuk
Professor of Law, Economies and Finance,
Director, Program on Corporate Governance,
Harvard Law School

George A. Casey
Partner, *Shearman & Sterling LLP*, New York

James D. Cox
Professor of Law, *Duke Law School*

Paul Davies
Emeritus Fellow, *formerly Allen & Overy*
Professor of Corporate Law

Luca Enriques
Professore ordinario presso la Facolta' di Giurisprudenza,
Università di Balogna

Guido Ferrarini
Professore ordinario di Diritto dell'economia,
Università di Genova

Gérard Hertig
Professor of Law and Economies,
Eidgenossische Technische Hochschule Zürich

Klaus J. Hopt
Emeritus Professor, *Max Planck Institute*
of Foreign Private and Private International Law

Jonathan R. Macey
Professor of Corporate Law, Corporate Finance and
Securities Law, *Yale Law School*

Bulletin d'abonnement annuel RTDF 2022

Frais d'expédition compris pour tout envoi en 2022 des numéros 2022

Tarif 2022 *(cocher la case de votre choix)*	**France HT**	**France TTC**	**International**
□ **Revue papier** *(tva 2,10 %)*	518,12 €	529,00 €	552,00 €
□ **PDF* + Revue papier**** *(tva 5,5%)*	753,55 €	795,00 €	815,00 €

** Cet abonnement PDF permet la réception par email de la revue trois à quatre semaines avant sa parution papier officielle. Le contenu de la revue, ainsi que sa pagination, sont entièrement similaires aux numéros papier.*

*** La version imprimée de la revue est envoyée gratuitement avec l'abonnement PDF.*

Si vous ne souhaitez pas recevoir la revue papier, veuillez cocher la case ci après : □

Raison Sociale ..... Service .....
Prénom - Nom .....
Adresse .....
Code Postal ..... Ville .....
Pays ..... N TVA intracommunautaire .....
E-mail (indispensable pour abonnement Pdf) .....
Secteur d'activité ..... Téléphone .....

Date **Signature** **Cachet**

Réception de votre facture au format Pdf par email : *(cocher la case)*

□ Oui, à cette adresse email : .....

Modalités de règlement : *(cocher la case de votre choix)*

□ Par virement à réception de facture sur le numéro IBAN indiqué sur la facture – en rappelant le numéro de facture dans le libellé

□ Par chèque à l'ordre de LEXBASE joint à ce bulletin d'abonnement
La facture comportera la mention « déjà acquittée »

□ Par chèque à l'ordre de LEXBASE à réception de facture en inscrivant le n° de facture au dos
Expédié à : LEXBASE - 23 rue d'Aumale - 75009 PARIS

Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*

Autorité des marchés financiers
Le 18 mai 2022

L'offre publique initiée par Veolia sur Suez a donné lieu, pendant plusieurs mois, à une opposition très marquée des protagonistes, mobilisant de nombreuses parties prenantes et leurs conseils, et faisant intervenir plusieurs juridictions et autorités en France et à l'étranger. Les « *batailles boursières* » de cette magnitude sont rares en France. Sans doute faut-il remonter à 2004 et à l'offre publique de Sanofi sur Aventis pour retrouver des enjeux et antagonismes d'une telle ampleur.

Comme toutes les grandes « *batailles boursières* », l'offre publique de Veolia sur Suez a soulevé des questions juridiques complexes, certaines inédites, dans des domaines aussi variés que le droit boursier, le droit des sociétés, le droit social et le droit de la concurrence. Plusieurs autorités et juridictions ont été saisies pour trancher les différends qui ont pu naître. Certaines de ces procédures n'ont toutefois pas été menées à leur terme, la conclusion d'un accord entre Veolia et Suez ayant mis fin aux différents contentieux.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a naturellement été au cœur de certains de ces débats. Le Collège de l'AMF a ainsi été amené à débattre et à statuer sur ce dossier au cours de 16 réunions à partir de septembre 2020, en analysant et prenant en compte les arguments invoqués et opposés par les différentes parties, et notamment les 23 consultations d'universitaires qui lui ont été soumises, dans des proportions équivalentes, par Veolia et Suez.

L'offre publique étant arrivée à son terme, il apparaît opportun de revenir sur certaines problématiques soulevées par cette opération. Dans cette perspective, trois thématiques de droit boursier ayant suscité des questionnements sont abordées ci-après : la question du début de la période de préoffre (I), celle de la possibilité de changer d'intention au sens de l'article L. 233-7 du code de commerce (II), et enfin celle de l'articulation entre, d'une part, les mesures défensives adoptées par une société visée par une offre publique et, d'autre part, les principes directeurs des offres publiques (III).

I. Le début de la période de préoffre

Le 30 août 2020, Veolia a annoncé publiquement avoir remis à Engie une offre ferme pour l'acquisition de 29,9 % du capital de Suez au prix de 15,50 € par action. Le communiqué de Veolia précisait, à propos de cette proposition d'acquisition d'un bloc, que « *si elle est acceptée par Engie, Veolia a l'intention, à la suite de l'acquisition des 29,9 % des actions de Suez, de déposer une offre publique d'acquisition volontaire du solde des actions de Suez* »[1]. Le communiqué de Veolia ajoutait que « *conformément à la réglementation boursière, les caractéristiques de l'offre*

* Article repris d'une publication effectuée sur le site de l'AMF à l'adresse suivante : https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2022-05/ra_2021_-_veoliasuez_0.pdf.

1 - Veolia, Communiqué de presse, 30 août 2020.

publique et notamment son prix seront fixées lors de son dépôt. La fixation du prix tiendra compte du prix payé à Engie pour son bloc de 29,9 %, qui est une référence importante, et, le cas échéant, d'événements ultérieurs significatifs ayant affecté Suez ».

Au regard de ces éléments, la question a pu se poser de savoir si Suez était, du fait de cette annonce, soumise au régime juridique de la préoffre. Autrement dit, Veolia avait-elle d'ores et déjà annoncé les « *caractéristiques d'un projet d'offre* » qu'elle entendait déposer sur les actions Suez, ce qui aurait marqué le début de la période de préoffre ? Cette question, de prime abord technique, revêtait une importance manifeste pour les deux sociétés concernées dans la mesure où le régime de la préoffre interdit à l'initiateur toute acquisition de titres de la société potentiellement visée par l'offre publique qu'elle entend déposer tant que le projet d'offre publique n'a pas été formellement déposé auprès de l'AMF.

Le régime juridique applicable à la période de préoffre est défini à l'article 223-34 du règlement général de l'AMF, lequel dispose :

> « *Lorsqu'en application des articles 223-6 ou 223-33, une personne* ***porte à la connaissance du public les caractéristiques d'un projet d'offre, notamment la nature de l'offre et le prix ou la parité envisagée, elle en informe immédiatement l'AMF*** *; l'AMF en informe le marché par une publication. Cette publication marque le début de la période de préoffre telle que définie à l'article 231-2 (5°).*
> *Lorsque la personne mentionnée au premier alinéa renonce à son projet d'offre, elle en informe immédiatement l'AMF.*
> *Dans le cas visé à l'alinéa précédent, ou lorsqu'un projet d'offre n'a pas été déposé dans le délai mentionné à l'article 223-33, l'AMF informe le marché par une publication.* »

À la suite du communiqué diffusé par la société Veolia le 30 août 2020 et de la communication de cette société depuis cette date, Suez a saisi l'AMF en lui demandant de constater l'ouverture d'une période de préoffre concernant ses titres. Il était notamment allégué que l'annonce faite par Veolia portait « *à la connaissance du public les caractéristiques d'un projet d'offre* » au sens des dispositions précitées et que, dès lors, le régime de la préoffre devait s'appliquer dès le 30 août 2020, avec notamment pour conséquence l'interdiction pour Veolia, en application des dispositions de l'article 231-38 II du règlement général[2], d'acquérir des titres de la société Suez.

En réponse à cette demande, l'AMF a indiqué publiquement, le 24 septembre 2020, que « *les termes employés par la société Veolia dans son communiqué du 30 août, ainsi que la communication de cette société et de ses dirigeants depuis cette date,* ***n'ont pas eu pour effet de porter à la connaissance du public les « caractéristiques d'un projet d'offre » au sens des dispositions précitées, mais l'intention de déposer un projet d'offre publique dans l'hypothèse où la proposition qu'elle a adressée à la société Engie d'acquérir 29,9 % du capital de Suez serait acceptée****, étant précisé que les caractéristiques du projet d'offre publique qui suivrait l'acquisition de ces titres dépendraient, notamment, de l'éventuelle acceptation, par la société Engie, de cette proposition, telle que libellée ou modifiée.* »[3]
Il était ainsi relevé, en substance, que l'intention de Veolia de déposer une offre publique était alors conditionnée à l'acquisition du bloc de 29,9 % détenu par Engie et que le prix n'était pas encore connu, l'offre de Veolia n'ayant pas été acceptée et le prix restant à négocier.
Saisie par Suez d'un recours en annulation contre cette position de l'AMF, la cour d'appel de Paris a rejeté, le 11 février 2021,

2 - Aux termes de cette disposition, « *durant la période de préoffre, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent acquérir aucun titre de la société visée.* »

3 - AMF, Communiqué, 24 septembre 2020.

le recours en relevant notamment que si le communiqué de Veolia du 30 août faisait état d'un prix de 15,50 € par action pour l'acquisition de 29,9 % des actions de Suez, « *il ne peut donc être déduit du libellé de ce communiqué que le prix envisagé pour le projet éventuel de l'offre publique d'acquisition était de 15,50 euros, celui-ci correspondant à une simple proposition sur laquelle les parties ne s'étaient pas accordées, énoncée au cours d'une phase de négociations en vue de l'acquisition d'un bloc de titres, représentant moins du tiers du capital de la société, qui était présentée comme un préalable indispensable au lancement d'une telle offre publique.* »[4]

En conséquence, la cour d'appel de Paris, confirmant la position de l'AMF, a jugé que « *le communiqué de Veolia du 30 août 2020 ne portait pas à la connaissance du public les caractéristiques d'un projet d'offre publique d'acquisition mais uniquement l'intention de Veolia de déposer un projet d'offre publique dans l'hypothèse où la proposition d'acquérir 29,9 % du capital de Suez qu'elle avait adressée à Engie serait acceptée, et le fait que les caractéristiques du projet d'offre publique qui suivrait l'acquisition de ces titres dépendraient, notamment, de l'éventuelle acceptation, par la société Engie, de cette proposition, telle que libellée ou modifiée* »[5].

Ainsi, l'indication donnée par Veolia selon laquelle le prix de 15,50 € qu'elle proposait de payer pour l'acquisition de 29,9 % des actions de Suez serait une « *référence importante* » pour la fixation du prix d'une éventuelle offre publique subséquente, ne revenait pas à porter « *à la connaissance du public les caractéristiques d'un projet d'offre* ». Il n'en résultait pas, dès lors, une situation de préoffre avec toutes les conséquences qui s'y attachent, en particulier les restrictions d'intervention qui pèsent sur l'initiateur.

La cour d'appel de Paris a relevé par ailleurs que « *le communiqué du 30 août 2020 diffère de celui publié par Veolia le 5 octobre 2020 qui a donné lieu à publication d'un avis de préoffre. En effet, ce communiqué fait état de l'acceptation par Engie de l'offre d'acquisition faite par Veolia à 18 euros et, confirmant l'intention de cette dernière de déposer une offre publique d'acquisition, précise que cette offre sera au même prix que celui payé à Engie, soit 18 euros par action* »[6]. Le communiqué de Veolia du 5 octobre 2020[7] constituait, en effet, l'annonce des caractéristiques, notamment financières, de l'offre publique à venir, matérialisant ainsi la début d'une période de préoffre, laquelle fut constatée par l'AMF par une publication diffusée sur son site le 6 octobre 2020. À l'inverse, l'annonce faite par Veolia le 30 août 2020, qui ne portait pas à la connaissance du public les « *caractéristiques d'un projet d'offre publique* », n'entrait pas dans les prévisions de l'article 223-34 du règlement général de l'AMF, et ne caractérisait donc pas le début d'une période de préoffre.

On rappellera que la période de préoffre, dont le régime a été instauré en 2009, est destinée principalement à encadrer les interventions sur les titres de la société visée et à renforcer les obligations de transparence entre l'annonce publique des caractéristiques d'un projet d'offre publique et le dépôt formel de celui-ci à l'AMF, lequel marque le début de la période d'offre. Cette période de préoffre est très fréquemment constatée aujourd'hui dans la mesure où les offres publiques déposées font généralement l'objet, préalablement à leur dépôt, d'une annonce publique de leurs caractéristiques.

4 - CA Paris, Pôle 5, Chambre 7, 11 février 2021, n° RG 20/13807.

5 - CA Paris, Pôle 5, Chambre 7, 11 février 2021, n° RG 20/13807.

6 - CA Paris, Pôle 5, Chambre 7, 11 février 2021, n° RG 20/13807.

7 - Veolia, Communiqué de presse, 5 octobre 2020. Ce communiqué indiquait notamment que « *Veolia prend acte de la décision d'Engie de répondre favorablement à son offre de rachat d'une participation de 29,9 % dans Suez* » et que « *le prix de l'offre publique sera celui payé à Engie, soit 18 euros par action (coupon attaché).* »

L'initiateur d'un projet d'offre dont les caractéristiques ont été portées à la connaissance du public, se voit ainsi interdire, sauf exception, d'intervenir sur les titres de la société visée durant la période de préoffre. Au cours de cette période, le projet annoncé, qui n'est pas totalement figé, est fréquemment soumis à des conditions suspensives mais, naturellement, le fait d'être en période de préoffre ne peut, en lui-même, empêcher la réalisation des conditions suspensives. Il est rappelé par ailleurs que les interventions de l'initiateur sont également limitées entre le dépôt de son projet d'offre et l'ouverture de celle-ci. En effet, la période pendant laquelle les actionnaires peuvent apporter leurs titres à l'offre, en se fondant sur l'ensemble de l'information pertinente, est celle qui s'étend de l'ouverture à la clôture de l'offre publique (période qui correspond à la durée de l'offre). Autrement dit, il n'y a pas d'« *offre publique avant l'offre publique* », c'est-à-dire en amont de la décision de conformité et de l'ouverture de l'offre publique. Ces règles visent à assurer un déroulement ordonné des opérations, le bon fonctionnement et la transparence du marché.

En l'espèce, l'ouverture de la période de préoffre sur les titres de Suez dès le 30 août 2020 aurait eu pour effet d'empêcher Veolia de mettre en œuvre son schéma opérationnel en deux phases (acquisition de la participation détenue par Engie dans Suez, suivie du dépôt d'une offre publique), alors que son offre d'acquisition du bloc de titres détenus par Engie était unilatérale et, n'ayant fait l'objet d'aucune négociation, pouvait être modifiée, ce qui fut le cas in fine. S'il était précisé que le prix proposé pour ce bloc d'actions serait une « *référence importante* » pour l'éventuelle offre publique à venir, laquelle devait être déposée en cas d'acquisition du bloc, il n'était pas possible de considérer dans ces circonstances que la seule référence à une offre unilatérale pour un bloc de titres constituait l'annonce des caractéristiques d'un projet d'offre publique ultérieure portant sur l'ensemble du capital de Suez. Raisonner autrement aurait eu pour conséquence, au cas d'espèce, d'instrumentaliser la période de préoffre en une mesure de défense pour la société visée, ce qui n'a jamais été l'objet de cette réglementation.

L'offre publique de Veolia sur Suez a ainsi permis de préciser l'articulation entre, d'une part, les dispositions de l'article 223-6 du règlement général[8], qui imposent à toute personne qui prépare une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier d'en informer dès que possible le public, ce qu'a fait Veolia dès la remise à Engie de son offre d'acquisition de bloc, et, d'autre part, les dispositions des articles 223-34 et 231-38 du règlement général, qui imposent à une personne qui porte à la connaissance du public les « c*aractéristiques d'un projet d'offre, notamment la nature de l'offre et le prix ou la parité envisagée* », d'en informer immédiatement l'AMF, et interdisent corrélativement à l'initiateur d'acquérir des titres de la société visée.

Au-delà de la question du début de la période de préoffre, il peut être noté que Veolia a adressé une « *offre ferme pour l'acquisition de 29,9 % des actions de Suez* »[9] détenues par Engie (29,9 % sur un total d'environ 32 % détenu par Engie), proposition d'acquisition d'un bloc qui, en cas d'acceptation par Engie, ne plaçait pas Veolia en situation d'offre obligatoire. En droit français, en effet, « *l'obligation d'offre – qui peut d'ailleurs être d'achat ou d'échange – résulte et* ***ne peut résulter depuis 1989 que de franchissements de seuils pré-définis en capital ou en droits de***

8 - Aux termes de l'article 223-6, al. 1er, du règlement général de l'AMF, « *toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération.* »

9 - Veolia, Communiqué de presse, 30 août 2020.

vote »[10]. Le seuil d'offre obligatoire est fixé à 30 % des titres de capital ou des droits de vote[11].

En l'espèce, outre le fait qu'il n'était pas établi que cette structuration avait pour objet d'éluder les règles relatives aux offres publiques obligatoires, notamment sur la fixation des conditions financières de l'offre, il est rappelé que le respect de l'égalité des actionnaires n'impose pas d'obligations dérogatoires à la liberté de contracter autres que celles prévues par la loi et le règlement général[12].

II. Changement d'intention et dépôt d'une offre publique

Le 8 octobre 2020, dans sa déclaration d'intention initiale[13] effectuée après avoir acquis, le 5 octobre 2020, 29,9 % du capital de Suez auprès d'Engie, Veolia avait indiqué avoir « *l'intention de déposer une offre publique visant le solde des actions Suez dans les conditions décrites dans son communiqué du 5 octobre 2020* »[14]. Ce communiqué précisait notamment que le dépôt de son offre publique n'interviendrait pas sans que Veolia ait obtenu « ***au préalable un accueil favorable du conseil d'administration de Suez*** »[15].

Le 8 février 2021, Veolia a modifié sa déclaration d'intention initiale en indiquant « q*ue ses tentatives répétées d'amicalité, réitérées dans sa proposition d'offre du 7 janvier 2021, se sont toutes heurtées à l'opposition de Suez. Suez a multiplié au cours des quatre derniers mois les actions destinées à faire obstruction à la proposition d'offre de Veolia. […]. En conséquence, conformément à la réglementation […], Veolia ne peut qu'en tirer les conséquences et modifier sa déclaration d'intention [initiale] en ne requérant plus que l'offre soit soumise à l'accueil favorable du conseil d'administration de Suez* »[16]. Veolia a alors déposé son offre publique sur le solde des actions de Suez non détenues par Veolia à un prix de 18 € par action Suez coupon attaché. Des questions ont été soulevées sur la possibilité de modifier ainsi ses intentions.

En droit boursier, les intentions peuvent, à certaines conditions, être modifiées. Le dernier alinéa de l'article L. 233-7 du code de commerce dispose ainsi :
« *En cas de changement d'intention dans le délai de six mois à compter du dépôt de cette déclaration, une nouvelle déclaration*

10 - M.-J. Vanel, À propos de l'arrêt Havas, *Revue du CMF*, n°7, avril 1998, p. 19.

11 - Ce seuil est défini à l'article L. 433-3, I du code monétaire et financier. L'article 234-2, alinéa 1er, du règlement général de l'AMF dispose, en outre, que « lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF ».

12 - CA Paris, 1ère ch., sect. CBV, 10 mars 1992, n°91/24720, M. Anastasiades et autres c/ Société Pinault SA, Société Alsacienne de Magasins SA et autres, Société Maus Frères SA et autres. Dans cette affaire, la cour d'appel de Paris a notamment jugé que « *le respect de l'égalité des actionnaires n'impose pas d'autres obligations dérogatoires à la liberté de contracter que celles limitativement prévues par la loi et fixées par le règlement général […] Qu'il n'est pas établi que le mécanisme juridique mis en œuvre à cette fin soit un montage artificiel ou fictif visant à éluder la réglementation boursière ; Considérant, en premier lieu, que les raisons fiscales invoquées par le groupe Maus-Nordmann ne sont pas en ellesmêmes arguées de fraude, qu'il était loisible à ces personnes, qui en avaient le pouvoir, de céder le capital de la SAMAG de préférence aux actions Au Printemps détenues par celle-ci et qu'il n'était pas interdit à la société Pinault de se placer, par des stipulations contractuelles licites, hors du champ d'application des articles 5-4-1 et suivants du règlement général du conseil* ». V. égal. Cass. com., 29 nov. 1994, n°92-14.617, M. Anastassiades, Bull. civ. 1994, IV, n° 349.

13 - Cette déclaration d'intention a été effectuée en application des dispositions de l'article L. 233-7, VII du code de commerce.

14 - Déclaration de franchissement de seuils et déclaration d'intention, 8 octobre 2020, n° 220C4173.

15 - Veolia, Communiqué de presse, 5 octobre 2020 : « *Conformément aux engagements pris, Veolia confirme son intention de déposer une offre publique d'acquisition volontaire sur le solde du capital de Suez afin de parachever le rapprochement des deux entreprises. Cette offre sera au même prix que celui payé à Engie, soit 18 euros par action, dans le cadre des conditions détaillées ci-dessous. Dans le même temps, Veolia rappelle que cette offre ne sera pas lancée sans avoir obtenu au préalable un accueil favorable du conseil d'administration de Suez, avec lequel Veolia souhaite reprendre les discussions dès demain.* » (p. 1) ; « *Le dépôt de l'offre publique de Veolia n'interviendra toutefois que lorsque le projet de Veolia aura été accueilli favorablement par le conseil d'administration de Suez, le cas échéant après l'assemblée générale de ses actionnaires.* » (p. 2).

16 - Déclaration de franchissement de seuils et déclaration d'intention, 8 février, 2021, n°221C0311.

motivée doit être adressée à la société et à l'Autorité des marchés financiers sans délai et portée à la connaissance du public dans les mêmes conditions. Cette nouvelle déclaration fait courir à nouveau le délai de six mois mentionné au premier alinéa. »

Conformément aux recommandations du Rapport Field[17], l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 **a supprimé l'exigence que le changement d'intention soit motivé par des modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées**[18]. Aujourd'hui, la modification d'intention est permise à condition qu'elle soit motivée, mais sans que cette motivation relève d'une liste limitative de cas prédéfinis.

Le changement d'intention, **dûment motivé**, doit être justifié par des raisons objectives et sérieuses, non purement potestatives. Tout comme pour la déclaration initiale, une information sincère du marché s'impose[19].

En l'espèce, les quatre mois écoulés depuis la déclaration d'intention initiale ont notamment mis en lumière l'échec de Veolia , en dépit de tentatives répétées, à obtenir un accueil favorable du conseil d'administration de Suez, dans un contexte où les conditions qui prévalaient lors de la déclaration d'intention initiale de Veolia avaient elles-mêmes évolué, ce qui a pu conduire Veolia à modifier, sur ce point, ses intentions. Par ailleurs, aucun élément ne permettait à l'AMF d'établir l'insincérité de sa déclaration initiale.

III. L'articulation entre les mesures défensives et les principes directeurs des offres publiques

En droit français, une société dont les titres font l'objet d'une offre publique peut mettre en œuvre un très large éventail de mesures défensives, y compris des mesures susceptibles de faire échouer l'offre. Aussi étendu qu'il soit, le droit pour une société de se défendre contre une offre publique non sollicitée n'est toutefois pas absolu. Au-delà du respect de l'intérêt social, la société visée doit, comme l'initiateur, respecter certains principes fondamentaux organisant et régissant la procédure d'offre publique. Dans le cas de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, l'AMF a été amenée à rappeler dans son communiqué du 2 avril 2021 l'importance, dans le déroulement de l'offre et la mise en œuvre des mesures défensives, du respect de ces principes fondamentaux :

« *L'article L. 233-32 du code de commerce permet, pendant la période d'offre, au conseil d'administration de prendre toute décision 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. Les mesures prises doivent s'inscrire dans le cadre des règles et principes régissant les offres publiques fixés notamment par la directive européenne du 21 avril 2004, le code monétaire et financier et le règlement général de l'AMF. Ces textes, précisés par la jurisprudence, imposent un déroulement ordonné des offres publiques et définissent notamment les principes du libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres concernés, de transparence et d'intégrité du marché, et de loyauté dans les transactions et la compétition* ».

17 - Groupe de travail présidé par Bernard Field, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Octobre 2008.

18 - Dans le régime antérieur, le déclarant pouvait changer d'intention au cours d'une période de 12 mois mais ce changement d'intention ne pouvait être « *motivé que par des modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées* ».

19 - V. not. A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, Editions Francis Lefebvre, 5e éd, 2014, n°366, p. 79 : « *il n'y a donc plus de limites posées à la possibilité de changer d'avis et d'intention ; mais cela ne veut pas dire que le déclarant puisse sans vergogne et sans risque changer de cap peu de temps après avoir déclaré ses intentions ; on peut craindre en effet que la sincérité de sa déclaration initiale soit contestée, avec le risque d'une sanction de l'AMF pour fausse déclaration* ».

A. Les fondements des principes directeurs des offres publiques

Depuis ses origines, le droit français des offres publiques s'articule autour de règles mais également de principes fondamentaux. Ces principes sont dits « *généraux* » ou « *directeurs* »[20]. Distincts des règles, les principes occupent une place prééminente[21] dans le système juridique, notamment en matière d'offres publiques[22].
Les principes directeurs des offres publiques sont aussi anciens que le droit des offres publiques[23]. Depuis plusieurs décennies[24], ils sont exprimés dans des textes normatifs et consacrés par la jurisprudence. Expression des impératifs des offres publiques, ces principes constituent des normes juridiquement contraignantes qui expriment les valeurs les plus essentielles de la matière. Ils sont le fondement de la réglementation à laquelle les offres publiques sont soumises. Ils servent également de standards par référence auxquels sont appréciés les actes et les comportements des personnes concernées par une offre publique. Ils permettent enfin d'éclairer l'interprétation des dispositions techniques de la réglementation.

Les principes directeurs des offres publiques trouvent aujourd'hui leur expression dans plusieurs textes normatifs :

- la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (dite « **directive OPA** ») qui définit un ensemble de principes et de règles devant être respectés en matière d'offres publiques au sein de l'Union européenne.

L'article 3 de la directive OPA, intitulé « **principes généraux** », comprend différents principes applicables, de manière

20 - Il n'est pas fait de distinction, en l'occurrence, entre principes « *généraux* » et principes « *directeurs* », termes qui sont communément employés de manière synonyme en droit boursier et cela, depuis plusieurs décennies.

21 - « *Étymologiquement, le mot principe vient du latin principium, lui-même dérivé du mot princeps, formés tous deux de primo (premier) et de caps (de capio, capere : prendre). Le princeps est celui* ***qui prend la première place, la première part, le premier rang****... Il est le prince, le chef, la tête, le soldat de première ligne...* » (P. Morvan, *Le principe de droit privé*, Préf. J.-L. Sourioux, Éd. Panthéon-Assas, 1999, n°2, p. 5).

22 - Ainsi qu'il a été observé, « *la réglementation tatillonne des offres publiques s'accompagne d'un essor de* ***principes généraux (loyauté, égalité de traitement, transparence...) qui souvent seuls permettent de trancher le litige****. Surgissent alors deux questions : quelles différences entre les principes et les règles de droit ? Comment les uns et les autres cohabitent-ils ?* ***Si principe et règle de droit sont l'un et l'autre des normes qui peuplent notre système de droit, l'avantage du premier sur le second paraît écrasant****. Je me réfère ici à certains travaux étrangers, notamment ceux de Ronald Dworkin.* ***Le principe est par nature impératif*** *– princeps, il commande – là où la règle peut être seulement supplétive. La contrariété entre les principes – par exemple, entre le droit à la preuve et la protection de la vie privée – ne tourne jamais à la défaite de l'un devant l'autre, mais à une conciliation in casu dépendant des circonstances ; tandis que deux règles de droit contraires ne peuvent coexister dans le même domaine : l'une abroge l'autre. Surtout, dans son énoncé même, le principe est doté d'une pureté, d'une « absoluité » qu'explique son indifférence à telle ou telle application particulière, ou encore la multiplicité de ses applications possibles* » (L. Aynès, Moins de règles et plus de principes ? Le nouveau rôle du juge, Rev. de jurisp. com., mars-avril 2017, n°2, p. 176). V. égal. G. Canivet, Le juge entre progrès scientifique et mondialisation, RTD civ., 2005, p. 33, qui relève que « *sans la "force d'attraction" des principes, selon l'expression de Dworkin, les règles juridiques seraient atomisées et se coaguleraient en amas de préceptes sans aucune cohérence interne. Les principes fondamentaux font que la texture du droit, tout en étant ouverte, n'est pas discontinue. Ils sont le tronc normatif sur lequel se greffent les textes juridiques et qui détermine leur interprétation* ».

23 - La décision générale de la Commission des opérations de bourse du 13 janvier 1970 relative aux offres publiques, qui est à l'origine de la réglementation moderne sur les offres publiques, comportait deux parties : la première définissait des « ***principes*** », la seconde des « ***règles*** ». Cette structure, composée de « principes » et de « règles », se retrouve dans la décision générale du 25 juillet 1978 de la commission des opérations de bourse relative aux offres publiques d'achat et d'échange. Ces principes ont ultérieurement été intégrés dans le corps de la réglementation des offres publiques, au sein d'un chapitre 1er intitulé « *Dispositions générales* » du règlement n° 89-03 de la Commission des opérations de bourse relatif aux offres publiques et aux acquisitions de blocs de contrôle, dont l'article 3 disposait notamment que « *la compétition que peut impliquer une offre publique s'effectue par le libre jeu des offres et de leurs surenchères* ». Ces principes ont ensuite été reformulés dans le règlement n° 2002-04 de la Commission des opérations de bourse relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché.

24 - V. not. J.-F. Biard et J.-P. Mattout, Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier, Banque et droit, mars-avr. 1993, n°28, p. 3 ; M.-A. Frison-Roche, Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier, *Bull. Joly Bourse*, n°6, nov.-déc. 1993, p. 720 ; D. Schmidt, L'office du juge en droit des OPA et des abus de marché, Bull. Joly Bourse, mars 2017, n°02, p. 117.

transversale, en matière d'offre publique. Ces principes sont impératifs : l'article 3 dispose que « les États membres veillent à ce que les principes suivants soient respectés ». Au nombre de ces principes, la directive précitée dispose notamment que :

- « *l'organe d'administration ou de direction de la société visée 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* » ;

- « *il ne doit pas se créer de marchés faussés pour les titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre de sorte que la hausse ou la baisse des cours des titres devienne artificielle et que le fonctionnement normal des marchés soit perturbé* ».

Ces principes s'imposent quel que soit le choix opéré par les États membres d'appliquer l'article 9 (neutralité des organes d'administration ou de direction) ou l'article 12 (absence de neutralité) de la directive. Autrement dit, l'article 12 qui permet de s'affranchir de la neutralité qui s'impose aux organes d'administration ou de direction, n'a pas pour effet de rendre inapplicable les principes généraux, notamment ceux visés à l'article 3 précité.

- le **code monétaire et financier**, et en particulier son article 433-1, I qui dispose qu'« a*fin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques portant sur des instruments financiers émis par une société dont le siège social est établi en France et qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé français.* »

- le **règlement général de l'AMF**, et notamment son article 231-3 qui dispose qu'« *en vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition.* »

Les principes directeurs des offres publiques ont été consacrés par la jurisprudence, qui leur a donné une autonomie et les a approfondis, généralisés et amplifiés[25]. La cour d'appel de Paris, qui possède une compétence de droit commun en matière d'offres publiques sous le contrôle de la Cour de cassation, a ainsi consacré depuis longtemps la portée générale et impérative de ces principes[26]. C'est le cas notamment des principes de **transparence** et de **libre jeu des offres et des surenchères**[27], qui doivent présider aux déroulements des offres publiques, et du **principe d'égalité**[28]

25 - Ainsi, « *l'interprétation amplificatrice menée a conduit à l'affirmation de l'existence d'un véritable ordre public boursier, dont les principes s'imposent face à toutes les autres normes* » (A.-C. Muller, Droit des marchés financiers et droit des contrats, Préf. d'Hervé Synvet, Economica, 2007, n°571, p. 442).

26 - En effet, « *à l'occasion de plusieurs litiges, la jurisprudence a été conduite à « découvrir » des dispositions d'ordre public au sein de la réglementation boursière. L'étude des principales décisions rendues en la matière conduit à mettre en lumière l'affirmation du caractère d'ordre public de certaines règles boursières* » (A.-C. Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Préf. d'Hervé Synvet, Economica, 2007, n°571 bis, p. 443).

27 - CA Paris, 1ère ch., sect. CBV, 20 nov. 1991, n° 91/15093, Sté Quadral et autres c/ Finmeccanica Int. SA et autres ; CA Paris, 1ère ch., sect. CBV, 27 avr. 1993, n° 93/5842, Mutuelle du Mans Assurance-Vie et autres c/ Sté OCP. Ainsi qu'il a été observé, la jurisprudence a attribué au principe de libre jeu des offres et des surenchères « *une portée très large, incluant l'ensemble des moyens visant à faire échouer une offre* » (A.-C. Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Préf. d'Hervé Synvet, Economica, 2007, n°586, p. 453). V. égal. T. com. Paris 1ère ch., sect. B, 16 mars 1992, SA Demilac et autres c/ SPG et Saint-Louis.

28 - CA Paris, 1ère ch., sect. CBV, 27 avr. 1993, n° 93/5842, Mutuelle du Mans Assurance-Vie et autres c/ Sté OCP. V. not. M.-A. Frison-Roche, Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier, *Bull. Joly Bourse*, n°6, nov.-déc. 1993, p. 720.

et de **loyauté[29] dans la compétition**. Ces principes interdisent notamment tout procédé de défense ayant pour résultat de conférer à un compétiteur « *un avantage déterminant par avance le succès de son offre publique en faussant le jeu des offres et surenchères* »[30]. La compétition que peut impliquer une offre publique s'effectue par le libre jeu des offres et de leurs surenchère.

Les principes directeurs des offres publiques, qui postulent l'existence d'un principe de libre compétition, sont profondément interdépendants. Le principe de libre jeu des offres et des surenchères procède lui-même, notamment dans sa consécration jurisprudentielle, des principes de transparence et d'égalité. En effet, « *le libre jeu des offres et des surenchères n'est effectif que si aucun avantage particulier n'est concédé à l'un des compétiteurs. En d'autres termes, le libre jeu des offres et surenchères postule l'égalité des compétiteurs, également dénommé principe de liberté de compétition, leur inégalité faussant ce libre jeu : c'est ce qu'a admis la cour d'appel de Paris, dans son arrêt du 27 avril 1993 en parlant "d'égalité dans la compétition"* »[31]. Ces principes s'imposent à toutes les personnes concernées par une offre, et notamment à l'initiateur de l'offre et à la société dont les titres font l'objet de l'offre, ainsi qu'aux tiers.

L'effectivité de ces principes est fermement assurée par la cour d'appel de Paris, ainsi que le rôle dévolu à l'AMF en la matière[32], comme en témoigne sa jurisprudence la plus récente. Dans un arrêt du 12 janvier 2017, la cour d'appel de Paris a ainsi affirmé le « ***droit pour tout actionnaire de faire respecter le principe du libre jeu des offres et de leurs surenchères pendant le déroulement de l'offre publique.*** »[33] Dans un arrêt du 22 avril 2021, la cour d'appel de Paris a également affirmé que les règles et principes généraux régissant les offres publiques relèvent d'un « ***ordre public de direction*** »[34], constat qui avait déjà été fait par la jurisprudence elle-même, le régulateur boursier[35] et la doctrine[36]. Ainsi qu'il a été observé, « *certaines dispositions de la règlementation boursière relèvent incontestablement de l'ordre public économique, qui, dans ce domaine, est un* ***ordre public de direction*** *car il tend à l'organisation des rapports économiques. […] Ainsi, la procédure d'offre publique, par la mise en jeu publique du contrôle de la société-cible qu'elle contient, aboutit, par le libre jeu des offres et des surenchères, à fixer la valorisation optimale des titres et contribue incontestablement au bon*

29 - CA Paris, 1ère ch.. H, 17 juin 1999, n° 99/06430, SA Paribas et Société Générale c/ Sté Banque Nationale de Paris. V. égal. CA Paris, 3e ch., sect. B, 18 mars 1988, La Télémécanique Electrique SA c/ Schneider SA et autres.

30 - CA Paris, 1ère ch., sect. CBV, 27 avr. 1993, n° 93/5842, Mutuelle du Mans Assurance-Vie et autres c/ Sté OCP.

31 - T. Bonneau, A.-C. Rouaud, P. Pailler, R. Vabres, A. Tehrani, *Droit financier*, août 2021, Lextenso, n°1141.

32 - V., pour un arrêt récent, CA Paris, Pôle 5, Chambre 7, 13 mars 2020, RG n°19/189347, dans lequel la cour d'appel de Paris juge qu'« ***il lui*** *[à l'AMF]* ***incombait*** *également* ***de vérifier****, comme elle l'a fait, que le montant de l'indemnité de rupture stipulée dans ce contrat n'était* ***pas de nature à entraver le libre jeu des offres et de leurs surenchères*** ».

33 - CA Paris, Pôle 5, Chambre 5-7, 12 janvier 2017, RG n°16/17607. Plus généralement, la cour d'appel de Paris fait référence, à plusieurs reprises, dans cet arrêt, aux « ***principes gouvernant les offres publiques et, en particulier, au principe du libre jeu des offres et des surenchères*** ».

34 - CA Paris, Pôle 5, Chambre 7, 22 avril 2021, RG n°20/03915.

35 - V. not. COB, *Rapport au Président de la République*, 1975, p. 103, qui relève, à propos d'engagements d'apports, qu'« *en signant un tel engagement, les actionnaires majoritaires prétendent déterminer par avance l'issue de la future O. P. A. Ils font obstacle au succès d'une éventuelle offre concurrente qui pourrait faire bénéficier l'ensemble des actionnaires d'un prix plus avantageux. Il y a ainsi une contradiction entre les conséquences indirectes de l'engagement pris et le* ***jeu libre et complet des procédures d'offre publique****, telles qu'elles sont définies par la réglementation du marché, qui est* ***d'ordre public*** ». V. égal. Décision de sanction du 11 avril 1995, *Bull. mens. COB*, avril 1995, n°290, p. 20.

36 - V. not. N. Rontchevsky, M. Buchberger, B.-O. Becker, G. Buge, L'inexécution des pactes d'actionnaires, *Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire*, nov. 2011, dossier 6, n°94, qui relèvent que le principe de libre jeu des offres et de leurs surenchères, « ***en ce qu'il permet le bon fonctionnement du marché, indispensable à l'intérêt économique de la nation, relève de l'ordre public financier*** ». V. égal. J.-J. Daigre, Les offres publiques en bourse, Aspects juridiques, Banque Editeur, 2001, p. 22, qui souligne que « *le caractère d'intérêt général de la réglementation des offres publiques ne fait aucun doute. Dès lors, pour sa plus grande part, cette réglementation est d'ordre public (ordre public économique de direction et de protection) et sa violation peut emporter la nullité de l'acte contraire* ».

fonctionnement du marché et ce, dans l'intérêt économique de tous. Le caractère d'ordre public reconnu à la réglementation boursière et plus particulièrement aux dispositions relatives aux offres publiques, permet au droit spécial de restreindre l'exercice de la liberté contractuelle »[37]. Il est classiquement admis, en effet, que l'ordre public de direction justifie la nullité absolue des conventions contraires, puisqu'il est l'expression de l'intérêt général, qui doit prévaloir sur la volonté des parties.

B. L'articulation entre l'article L. 233-32 du code de commerce et les principes directeurs des offres publiques après la transposition en 2006 de la directive OPA

La directive OPA a été transposée en droit français par la loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition. À l'occasion de cette transposition, le rôle de l'Autorité des marchés financiers – qualifiée de « ***gardienne des principes généraux des offres*** »[38] – a été expressément rappelé par les travaux parlementaires.

La directive OPA encadre le recours aux mesures défensives susceptibles d'être prises par une société visée par une offre publique, en laissant certaines options aux États membres. En transposant la directive OPA, par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, le législateur a fait le choix de transposer l'article 9, paragraphe 2 de la directive[39]. Fruit de cette transposition, l'article L. 233-32 du code de commerce disposait ainsi :

> « *Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres.* »

À la suite de la transposition de la directive OPA, le droit français permettait ainsi aux sociétés visées par une offre publique de

37 - A.-C. Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Préf. d'Hervé Synvet, Economica, 2007, n°612, p. 469. V. égal. H. Synvet, Préface, in Droit des marchés financiers et droit des contrats, Economica, 2007, p. VII, qui relève que « l*e droit des marchés financiers développe un* ***ordre public*** *auquel doivent se conformer les contrats passés en dehors de son sein.* ***Le meilleur exemple****, – mais le lecteur en découvrira d'autres –* ***est celui du principe de libre jeu des offres et des surenchères en matière d'offres publiques****. Il est remarquable qu'un principe finalement assez général et vague soit doté d'une* ***force d'expansion*** *suffisante, non seulement pour condamner des conventions tendant à faire échouer une offre (c'est la célèbre affaire Perrier), mais également pour être opposé à des engagements obtenu par l'auteur d'une offre publique, parce qu'ils seraient de nature à rendre plus aléatoire une contre-offre : poussé à l'extrême, le principe postule l'exclusivité de la procédure de marché, et conduit donc à considérer avec méfiance toute opération contractuelle extérieure qui serait susceptible d'influer sur son issue* ».

38 - Ph. Marini, *Rapport fait au nom de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition,* Sénat, n°20, 13 octobre 2005, p. 20. Ce rapport relève qu'« a*u-delà du régime qu'elle contribue à façonner, l'AMF dispose également d'une certaine latitude pour clarifier les modalités d'une offre imminente ou en cours, que ce soit par exemple en vue de demander des précisions à un offrant pressenti par des rumeurs ou pour invalider certaines mesures de défense prises par la cible. La position ainsi exprimée le 23 avril 2004 par l'AMF lors de l'émission des bons de souscriptions d'actions dénommés « Plavix » par la société Aventis, pour contrer l'offre initiée par Sanofi, est emblématique* **du pouvoir dont dispose l'AMF non seulement pour apprécier la recevabilité d'une offre, mais encore celle d'éventuelles mesures de défense décidées en période d'offre** ».

39 - Cet article dispose que « *pendant la période visée au deuxième alinéa, l'organe d'administration ou de direction de la société visée obtient une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée* ».

prendre des mesures défensives susceptibles de faire échouer l'offre. Lorsqu'il entendait prendre « ***toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre*** », le conseil d'administration de la société cible devait obtenir « *l'approbation préalable de l'assemblée générale* ». Cette exigence n'était toutefois pas absolue, le législateur ayant prévu une « ***exception de réciprocité*** » : l'article L. 233-33 du code de commerce prévoyait que le principe d'approbation préalable de l'assemblée générale n'était pas applicable lorsque l'initiateur de l'offre n'était pas lui-même soumis à un principe similaire en vertu de la loi qui lui était applicable. Dès 2006, le conseil d'administration d'une société française faisant l'objet d'une offre publique émanant d'un initiateur étranger non soumis au principe d'approbation préalable de l'assemblée générale pouvait donc, sans approbation de son assemblée générale, prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

À l'occasion de cette transposition, **la question s'est posée de l'articulation entre le principe de la souveraineté de l'assemblée générale et les principes directeurs des offres publiques**. Evoquant expressément cette question, les travaux parlementaires ont répondu à cette interrogation, en première et en deuxième lecture, dans des termes particulièrement nets :

• Rapport fait au nom de la commission des finances, Sénat, n°20, 13 octobre 2005 :

> « ***La souveraineté ainsi accordée à l'assemblée générale*** *pour décider, en période d'offre, la mise en place de mesures de défense,* **doit s'exercer dans le respect des principes généraux des offres publiques** *dont l'AMF est garante, au premier rang desquels le libre* ***jeu des offres et des surenchères.*** »[40]

• Travaux de la commission des finances du Sénat, 13 octobre 2005 :

> « *Il [Le rapporteur général] a souligné que* ***le projet de loi tendait à renforcer le rôle central de l'Autorité des marchés financiers (AMF)****, qui promouvait un* ***certain nombre de principes généraux régissant le bon déroulement des offres publiques****, mentionnés dans l'article 231-3 de son règlement général, tels que le libre jeu des offres et de leurs surenchères, l'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées, la transparence et l'intégrité du marché et la loyauté dans les transactions et compétition.*
>
> *Il a précisé qu'au-delà du régime qu'elle contribuait à façonner, l'AMF disposait également d'une certaine latitude pour clarifier les modalités d'une offre imminente ou en cours, que ce soit par exemple en vue de demander des précisions à un offrant pressenti par des rumeurs ou* ***pour invalider certaines mesures de défense prises par la cible****.* »[41]

• Rapport fait au nom de la commission des finances, Sénat, n°197, 8 février 2006 :

> « *Le droit français des offres publiques se révèle plus étoffé que celui d'autres États membres et* ***repose largement sur des principes généraux et règles fixés par l'autorité de marché*** *(successivement la Commission des opérations de bourse – COB – puis, à compter de 2004, l'Autorité des marchés financiers – AMF) et transcrits dans son règlement général, tels que l'égalité de traitement des*

40 - Ph. Marini, *Rapport fait au nom de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition*, Sénat, n°20, 13 octobre 2005, p. 79.

41 - Travaux de la commission des finances du Sénat, 13 octobre 2005.

actionnaires, la transparence et l'intégrité du marché, ou la loyauté des transactions et le libre-jeu des offres et des surenchères.

Elle [la directive] préserve la capacité de mener à bien une offre sans pour autant conduire au « désarmement » ***des sociétés cibles, qui disposent de moyens de défense mais doivent les mettre en œuvre dans le respect de la transparence, du libre jeu des offres et surenchères, de l'équilibre des pouvoirs des actionnaires et dirigeants, et de l'équité des situations de l'offrant et de la cible.*** »[42]

À la suite de l'adoption de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, la doctrine s'est prononcée, de manière quasi-unanime, en faveur de cette approche[43] selon laquelle « *la souveraineté ainsi accordée à l'assemblée générale pour décider, en période d'offre, la mise en place de mesures de défense, doit s'exercer dans le respect des principes généraux des offres publiques dont l'AMF est garante* ».

Si de rares auteurs avaient quelque réticence à se rallier à cette approche, c'était précisément en raison de la compétence de principe donnée à l'assemblée générale[44] – organe souverain de la société – pour adopter des mesures défensives.

En transférant aux administrateurs la compétence de principe qui était initialement confiée aux actionnaires pour adopter toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, la loi Florange n'a pas écarté l'application des principes directeurs des offres publiques. **La souveraineté des assemblées générales d'actionnaires se trouvait limitée par les principes directeurs du droit des offres publiques lors de la transposition de la directive OPA. Cette limite s'impose a fortiori lorsque les mesures défensives sont, comme c'est le cas depuis la loi Florange, adoptées par le seul conseil d'administration**.

C. L'articulation entre l'article L. 233-32 du code de commerce et les principes directeurs des offres publiques après la loi Florange

En adoptant la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle (dite loi « *Florange* »), **le législateur a abandonné le « *principe de neutralité* » du conseil d'administration**, en permettant à ce dernier de prendre – sans approbation préalable de l'assemblée générale – toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales.

42 - Ph. Marini, *Rapport fait au nom de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition*, Sénat, n°197, 8 février 2006, p. 79.

43 - V. not. H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, Rev. sociétés, 2006, p. 237, qui relève que « *quelle que soit l'étendue des pouvoirs ainsi restitués, pour certains, ou attribués, pour d'autres, à l'assemblée des actionnaires pendant la période d'offre, il ne nous semble pas que cette restauration de la souveraineté des actionnaires soit de nature, comme on l'a craint, à leur permettre de s'affranchir des principes directeurs du droit boursier posés par le règlement général (art. 231-3 : égalité des compétiteurs, libre jeu des offres et des surenchères, loyauté dans les transactions et la compétition, transparence). Il ressort au contraire des travaux parlementaires* ***que la souveraineté des actionnaires, que le projet restaure, s'exercera dans le respect des principes généraux du droit des offres publiques*** *(Rapport Marini, p. 79).* » V. égal. D. Martin, F. Bouaziz, B. Kanovitch, Chronique OPA, *RTDF*, 2006, n°1, p. 81 ; T. Vassogne, M. Loy, B. Cardi, « France », in *A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union*, City & Financial Publishing, Sweet & Maxwell, 5e éd., juin 2008, p. 288 ; O. Dexant de Bailliencourt, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, Préf. d'Hervé Synvet, Dalloz, Coll. Nouvelle Bibliothèque de Thèses, vol. 115, 2013, n° 148, p. 133.

44 - Deux auteurs relevaient ainsi que « *la question se pose de savoir si, compte tenu de la souveraineté affirmée par la loi, l'assemblée peut s'affranchir des principes généraux régissant le déroulement des offres publiques, posés à l'actuel article 231-3 du règlement général de l'AMF (libre jeu des offres et des surenchères, loyauté dans les transactions et la compétition, transparence). Le régulateur avait, on s'en souvient, estimé que la souveraineté des actionnaires affirmée par l'ancien article 4, alinéa 4, devait en toute hypothèse s'exercer dans le respect de cet ordre public boursier. Pour certains, le principe de la souveraineté de l'assemblée pour l'adoption de toute défense « à chaud », affirmé par la loi, permettrait à la cible de s'affranchir des principes directeurs du droit boursier posés au règlement général.* ***Il ressort clairement des travaux parlementaires que la souveraineté ainsi reconnue devra s'exercer dans le respect des principes généraux du droit des offres publiques. En d'autres termes, ceux-ci devraient continuer de trouver à s'appliquer avec moins de dureté toutefois, s'agissant d'une décision émise par la collectivité des actionnaires.*** » (Ph. Portier, N. Partouche, Les mesures de défense en matière d'offre publique, *Journal des sociétés*, n° 32, mai 2006, p 34).

L'article L. 233-32 du code de commerce a ainsi été amendé, comme suit :

> ***Article L. 233-32 du code de commerce (dans sa version en vigueur entre 2006 et 2014)***
>
> *« I. - Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée* ***doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale*** *pour prendre* ***toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre****, hormis la recherche d'autres offres ».*

> ***Article L. 233-32 du code de commerce (dans sa version en vigueur depuis la loi Florange)***
>
> *« I. - Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée,* ***peut prendre toute décision 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. »*

La modification opérée par la loi Florange aboutit à ne plus faire de la « *neutralité* » du conseil d'administration la règle mais l'exception[45]. Les travaux parlementaires de la loi Florange montrent que cette réforme visait à permettre aux sociétés françaises de se défendre plus efficacement contre les offres publiques non sollicitées. Il s'agissait notamment de « *permettre aux organes de gouvernance des sociétés cotées de réagir rapidement en cas d'offre publique d'acquisition hostile.* »[46]

En consacrant le principe de la liberté du conseil d'administration – au lieu et place de l'assemblée générale – d'adopter toute mesure défensive susceptible de faire échouer l'offre, **la loi Florange a nettement renforcé la capacité défensive des sociétés cotées en leur permettant d'adopter des mesures anti-OPA de manière rapide et agile. Elle n'a pas remis en cause, cependant, la nécessaire conciliation entre le droit pour une société cible de se défendre et le respect des principes directeurs des offres publiques**.

L'article L. 233-32 du code de commerce, dont l'objet était de procéder à la transposition de la directive OPA, a **vocation à répartir** – entre l'assemblée générale et le conseil d'administration – la **compétence de principe** pour prendre des mesures dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre. Il n'a jamais eu vocation à trancher la question de l'articulation du droit des sociétés et du droit boursier. Lors de son adoption en 2006, cet article disposait que le conseil d'administration devait obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre. Ni les travaux parlementaires, ni la doctrine ne considérait qu'il y avait là un fondement pour écarter l'application des principes directeurs des offres publiques. Contrairement à ce qui est parfois indiqué, **ce n'est donc pas la loi Florange qui a permis aux sociétés visées par une offre publique de prendre « *toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre* ». La possibilité de prendre toute mesure susceptible de faire échouer une offre existe en droit français** – comme en témoigne expressément la première version de l'article L. 233-32 du code de commerce – depuis la **transposition de la directive OPA en 2006**.

Au-delà des textes eux-mêmes, **les travaux parlementaires de la loi Florange n'affirment nullement que les principes directeurs des offres publiques ne seraient plus applicables en cas d'offre publique hostile**. Le rapporteur de la loi Florange à l'Assemblée nationale a d'ailleurs indiqué,

45 - Les sociétés restent libres, en effet, de continuer à prévoir, dans leur statut, la neutralité du conseil d'administration.

46 - A. Emery-Dumas, *Rapport fait au nom de la commission des affaires sociales sur la proposition de loi visant à reconquérir l'économie réelle*, Sénat, n°328, 29 janvier 2014, p. 23.

dans des développements concernant les droits de vote doubles (lesquels ont été consacrés par cette loi), que « ***le libre jeu des offres et surenchères en matière d'OPA est une composante du principe de libre circulation des capitaux*** », dont il est précisé qu'il est un principe « ***garanti par l'article 63 du TFUE*** »[47]. Mais à aucun moment n'a-t-il été indiqué, à propos du principe de libre jeu des offres et surenchères et, plus généralement, des principes directeurs des offres publiques que le conseil d'administration d'une société faisant l'objet d'une offre publique pourrait désormais s'en affranchir. Lorsque le principe du libre jeu et des surenchères est mentionné dans les travaux parlementaires de la loi Florange, c'est pour souligner qu'il est une composante de l'une des libertés fondamentales de l'Union européenne, garantie par le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

En outre, **la quasi-totalité de la doctrine a naturellement considéré – après l'adoption de la loi Florange – que les sociétés visées par une offre publique doivent respecter, dans la mise en œuvre de mesures défensives, les principes directeurs des offres publiques**[48].

Considérer que l'article L. 233-32 du code de commerce permettrait à une société – parce que le législateur a supprimé en 2014 l'obligation pour le conseil d'administration d'obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour mettre en œuvre certaines mesures défensives – de s'affranchir du respect des principes directeurs des offres publiques et plus généralement de toute disposition réglementaire, reviendrait à lui permettre de contrevenir à la plupart des dispositions du droit boursier, lesquelles sont contenues pour l'essentiel dans le règlement général de l'AMF. À suivre ce raisonnement, une société faisant l'objet d'une offre publique pourrait ainsi adopter des comportements déloyaux, porter atteinte à la transparence du marché et à l'égalité des actionnaires, **autant de comportements gravement perturbateurs de l'ordre public boursier, que le législateur de 2006 comme de 2014 n'a ni permis, ni souhaité, et qui n'ont jamais été admis en droit français depuis les origines du droit des offres publiques**.

L'application combinée de l'article L. 233-32 du code de commerce et des principes directeurs des offres publiques après la loi Florange procède d'une **nécessaire conciliation, et non d'une opposition**, entre des règles et principes qui – dans leur domaine respectif, le **droit des sociétés**

47 - C. Valter, Rapport fait au nom de la commission des affaires économiques sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel, Assemblée nationale, n° 1283, 17 juillet 2013, p. 117. V. égal. Ch. Gaudin, La bataille des centres de décision : promouvoir la souveraineté économique de la France à l'heure de la mondialisation, Sénat, Rapport d'information n° 347 fait au nom de la mission commune d'information sur la notion de centre de décision économique, 22 juin 2007, t. I, p. 255, qui relevait déjà que « ***le libre jeu des offres et surenchères en matière d'offres publiques d'acquisition est considéré comme étant au cœur du principe de libre-circulation des capitaux*** ».

48 - Sur ce sujet, v. not. BonelliErede, Bredin Prat, De Brauw, Hengeler Mueller, Slaughter and May, Uría Menéndez, *Guide to public takeovers in Europe*, juin 2016, p. 373 ; B. Cardi, *French Update – Recent Legal Developments Affecting French Tender Offers*, 2 mars 2015 ; *Memento pratique, Sociétés commerciales*, Ed. Francis Lefebvre, 2021, n°65424 ; A. Viandier, Epilogue de l'affaire Prologue, *Rev. sociétés*, 2021 p. 450, spéc. n°30 ; J. Deege, Défenses anti-OPA, *Etudes Joly Bourse*, mars 2020, n°370 ; P.-H. Conac, Transposition des dispositions relatives aux OPA de la loi Florange du 29 mars 2014 dans le RGAMF, *Rev. sociétés*, 2014, p. 598 ; J. Devèze, A. Couret, I. Parachkévova-Racine et alii, *Lamy droit du financement*, Wolters Kluwer, 2020, n°2234, p. 1295 ; A. Pietrancosta, The latest reform of French takeover law : the "Florange act" of March 29, 2014, RTDF, 2014, n°3, p. 50 ; A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet, D. Robine, *Droit financier*, Dalloz, 3e éd., 2019, n° 1677 ; D. Fornoni, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, *RTD Com.*, 2015, n°46, p. 31.

d'une part, et le **droit boursier** d'autre part – régissent, d'un côté, la capacité particulière du conseil d'administration d'une société à décider de mesures susceptibles de faire échouer une offre et, de l'autre, les impératifs fondamentaux, constitutifs d'un ordre public de direction, de bon fonctionnement du marché financier. L'apport de la loi Florange en matière d'offres publiques est incontestable. En donnant compétence au conseil d'administration – et non plus à l'assemblée générale – pour décider de l'adoption de mesures susceptibles de faire échouer une offre publique, elle a nettement accru la capacité défensive des sociétés cotées françaises, leur permettant de se défendre de manière agile et rapide, comme en témoigne la défense vigoureuse et inédite mise en œuvre par Suez pendant 7 mois, entre septembre 2020 et mars 2021. La loi Florange n'a pas pour autant aboli les principes fondamentaux des offres publiques.

D. La communication de l'AMF du 2 avril 2021

À plusieurs reprises au cours de son histoire[49], le régulateur boursier est intervenu, dans le cadre d'offres publiques, pour rappeler certains principes fondamentaux. Si les interventions publiques du régulateur semblent rares – cette rareté étant d'abord celle des offres dites « *hostiles* » en France – il est intervenu à de multiples reprises, en réalité, dans le cadre d'offres publiques d'envergure donnant lieu à une opposition marquée entre les protagonistes. La COB puis l'AMF sont ainsi intervenues, par voie de communiqué, dans le cadre des offres publiques hostiles **BNP/Société générale/ Paribas**[50] en 1999 et **Sanofi/Aventis**[51] en 2004. Il est donc inexact de prétendre que l'intervention de l'AMF par voie de communiqué, comme celui du 2 avril 2021 concernant l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, serait inédite.

Dans le cas de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, la société visée a adopté, entre septembre 2020 et mars 2021, de **nombreuses mesures défensives** – certaines considérées comme audacieuses et inédites. Il en est ainsi notamment de la création d'une fondation de droit néerlandais ayant pour objet de « s*écuriser l'incessibilité de l'activité Eau France et ainsi éviter le démantèlement de Suez en France* »[52], de la décision du conseil d'administration de Suez d'apporter son « *soutien à la lettre d'intention d'Ardian [...] en vue de l'acquisition des actions détenues par Engie dans Suez à hauteur de 29,9 % suivie immédiatement d'une offre publique en numéraire pour l'ensemble des actionnaires de Suez* »[53], ou d'opérations de cession, dont certaines portaient sur des actifs importants convoités par l'initiateur de l'offre[54].

49 - Les interventions du régulateur boursier rappelant, par voie de communiqué, certains principes fondamentaux de la réglementation sur les offres publiques sont presque aussi anciennes que le régulateur boursier lui-même (V. not. COB, Communiqués de la Commission, Offre publique d'échange Moët-Hennessy - Pommery et Geno, *Bull. mens. COB*, décembre 1973, n°55, p. 3. V. égal. COB, Communiqué de la Commission en date du 30 octobre 1986 relatif aux offres publiques d'échange portant sur les titres de la société Presses de la Cité, *Bull. mens. COB*, nov. 1986, n° 197, p. 8).

50 - Parmi les nombreux communiqués publiés par l'AMF dans le cadre de cette bataille boursière, V. not. le communiqué de la COB du 4 mai 1999, dans lequel la COB avait indiqué, « *en tant que garante de l'égalité des compétiteurs en période d'offres et de la transparence du marché, qu'en ne procédant pas, comme cela était prévu par la réglementation, à la publication des pactes dès le lancement de l'OPE de la Société Générale sur Paribas, fût-elle amicale, ou à tout le moins dès le lancement des offres non sollicitées de la BNP, tant la Société Générale que Paribas avaient renoncé à se prévaloir du contenu de ces accords pendant toute la durée des offres en cours. Dans le cas contraire, la mise en œuvre de ces pactes pourrait être qualifiée de manœuvre portant atteinte au bon déroulement des offres publiques* ».

51 - AMF, L'Autorité des marchés financiers estime que l'émission de BSA envisagée par la société Aventis ne s'inscrit pas dans le cadre des principes qui régissent le bon déroulement des offres publiques, Communiqué, 23 avril 2004.

52 - V. Suez, Communiqué de presse, 23 septembre 2020. V. égal. Suez, communiqué de presse, 28 octobre 2020, spéc. le « *rappel concernant la préservation de l'activité eau France par l'intermédiaire d'une fondation* » (p. 6).

53 - V. Suez, Communiqué de presse, 1er octobre 2020.

54 - V. Suez, Communiqué de presse, 6 avril 2021.

Cette **défense « *robuste* »**[55]– allant de la création d'une fondation de droit étranger en vue de « *sécuriser l'incessibilité* » d'un actif majeur, au soutien affiché à un projet concurrent, en passant par divers projets de cession d'actifs – **mise en œuvre par Suez entre septembre 2020 et mars 2021**, contre l'offre de Veolia, **n'a pas été remise en cause par l'AMF**[56].

L'AMF a réagi, en revanche, aux différentes mesures annoncées le **21 mars 2021** par les communiqués diffusés le même jour par Suez et Ardian-GIP, à savoir, d'une part, le communiqué de Suez intitulé « *Suez propose une solution négociée à Veolia soutenue par une offre ferme Ardian-GIP* » et, d'autre part, le communiqué d'Ardian-GIP, publié le même jour, intitulé « *Ardian et GIP ont remis une offre ferme visant à soutenir la création d'un nouveau Suez dans le cadre d'une solution négociée* ».

En premier lieu, ainsi que l'AMF l'a considéré dans sa communication du 2 avril 2021, ces communiqués, diffusés alors que Suez était en période d'offre, ne contribuaient pas à la bonne information des investisseurs. En substance, ils faisaient référence à une « *offre ferme* » du consortium Ardian-GIP et mettaient en avant, sans réelles précisions sur le périmètre des actifs concernés, une valorisation de « *20 € par action* » qui ne correspondait pas, en réalité, à un prix ou à une valeur que les actionnaires de Suez seraient en mesure de recevoir.

En outre, Suez indiquait avoir modifié radicalement le dispositif de sa fondation de droit néerlandais, laquelle – rompant avec son objet, annoncé au marché, de sanctuariser l'activité Eau France de Suez pour en « *préserver l'intégrité* » – avait désormais pour fonction d'imposer à l'initiateur les termes de son offre. Le dispositif d'inaliénabilité de la fondation pouvait désormais, en effet, être désactivé dans des cas limitatifs et contraints, imposant à Veolia soit de déposer une offre publique au prix minimum de 22,50 € par action arrêté par le conseil d'administration de Suez avant que l'expert indépendant mandaté n'ait remis son rapport, soit d'adhérer à un schéma promu conjointement par Suez et le consortium Ardian-GIP, lequel prévoyait, outre le relèvement du prix de l'offre de Veolia, un transfert significatif d'actifs au profit du consortium, dans le cadre d'un projet de fait concurrent. Ce consortium – qui indiquait parallèlement qu'il « *pourrait envisager le dépôt d'une offre publique sur l'intégralité du capital de Suez* », dans le cas où Veolia viendrait à retirer son offre – s'était vu octroyer par Suez « *une exclusivité portant sur les actifs dont il a proposé l'acquisition pour une période de 30 jours pouvant être étendue au 30 mai 2021* », étant précisé qu'en cas de manquement à cet engagement d'exclusivité, Suez devrait lui verser une indemnisation substantielle. Ce faisant, le consortium se plaçait de fait, avec l'appui de la société visée par l'offre, qui lui avait octroyé un engagement d'exclusivité, dans une situation de compétition avec Veolia, initiatrice d'une offre publique visant les actions Suez.

En France, une société dont les titres font l'objet d'une offre publique **peut mettre en place un très large éventail de mesures défensives, y compris des mesures susceptibles de faire échouer l'offre**. La compétence de principe donnée, depuis la loi Florange, au conseil d'administration pour adopter de telles mesures donne une portée pratique majeure à cette faculté d'adopter des mesures défensives. De telles mesures

55 - « *Il est de la responsabilité d'un conseil d'administration de faire face à ce principe de réalité, de réaliser qu'on est allés aussi loin que notre défense robuste le permettait.* » (AFP, Veolia/Suez : le président de Suez évoque le « principe de réalité », 12 avril 2021). V. égal. Ph. Varin, Interview, BFM Business, 20 mai 2021, qui évoque une « *défense inédite* » et indique que « *la défense a été un succès* ».

56 - Il est à noter que la conformité au droit des sociétés de certaines de ces mesures – en particulier le dispositif d'inaliénabilité instauré par la fondation – a été contestée devant le tribunal de commerce, lequel n'a pas eu l'occasion de se prononcer sur le fond, en raison de l'interruption des instances contentieuses qui a fait suite aux accords conclus entre Veolia et Suez en avril et mai 2021. **Certaines questions, structurantes pour une société souhaitant organiser sa défense, restent donc ouvertes au regard du droit des sociétés.**

ne sauraient toutefois **porter atteinte aux principes directeurs des offres publiques que l'AMF a pour mission de faire respecter**. Ces principes s'imposent à toutes les personnes concernées par l'offre ainsi qu'aux tiers[57], et donc en l'occurrence à Veolia, Suez et au consortium Ardian-GIP[58].

En l'espèce, Suez et le consortium Ardian-GIP ont pris et annoncé, le 21 mars 2021, un ensemble de **mesures convergentes** consistant notamment à (i) **transformer radicalement l'objet de la fondation de droit néerlandais** pour en faire – à l'opposé de l'objet de sanctuarisation annoncé au marché – un instrument visant à **imposer à l'initiateur les termes de son offre**, (ii) **tout en accordant des avantages spécifiques et significatifs** (engagement d'exclusivité assorti d'une clause d'indemnisation) **au consortium Ardian-GIP** (iii), lequel – en déclarant qu'il « *pourrait* ***envisager le dépôt d'une offre publique*** *sur l'intégralité du capital de Suez* » – **se plaçait de fait dans une situation de compétition avec l'initiateur**, et (IV) annonçait, aux termes d'une communication imprécise, une « ***offre ferme*** », « *reçue et acceptée à l'unanimité par le Conseil d'administration de Suez* », qui mettait en avant, sans réelles précisions sur le périmètre des actifs concernés, une valorisation de « ***20 € par action*** », laquelle ne **correspondait pas, en réalité, à un prix que les actionnaires de Suez étaient en mesure de recevoir**.

Le Collège de l'AMF a donc considéré que la **conjonction de ces différentes mesures prises et annoncées par Suez et le consortium Ardian-GIP**, eu égard notamment à l'entrave majeure qui en résultait pour la libre et égale compétition sur le marché et à l'information déficiente donnée aux investisseurs, avait eu pour effet de **porter atteinte au libre jeu des offres et de leurs surenchères, ainsi qu'aux principes de transparence et d'intégrité du marché, et de loyauté dans les transactions et la compétition**.

57 - Cette exigence résulte de fondements textuels (v. art. 231-3 du règlement général de l'AMF, selon lequel « *toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères* ») mais également de la jurisprudence (dans l'affaire « *Quadral* » par exemple, la cour d'appel de Paris a jugé que « *la règle susvisée [l'article 3 du règlement COB n° 89-03 qui définissait les principes directeurs et notamment le « libre jeu des offres et de leurs surenchères »] revêt une portée générale et intéresse* ***aussi bien le comportement de l'initiateur de l'offre et de la société visée que celui des tiers*** » (CA Paris, 1ère ch., sect. CBV, 20 nov. 1991, Sté Quadral et autres c/ Finmeccanica Int. SA).

58 - S'agissant de l'obligation pour un tiers, comme le consortium Ardian-GIP, de se conformer aux règles et principes des offres publiques, la question de l'articulation entre l'article L. 233-32 du code de commerce et les principes directeurs des offres publiques ne se pose pas, puisque l'article L. 233-32 du code de commerce ne s'applique qu'à la « *société visée* » par l'offre. Ainsi qu'il a été observé, « *l'article L. 233-32 du code de commerce ne concerne que les mesures adoptées par la société cible en cours d'offre publique* » (A.-C. Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Préf. d'Hervé Synvet, Economica, 2007, n°643, p. 495). **Les atteintes aux principes directeurs des offres publiques identifiées par l'AMF dans sa communication du 2 avril 2021 à l'encontre du consortium Ardian-GIP ne peuvent donc, en aucun cas, se prévaloir des dispositions de l'article L. 233-32 du code de commerce.**

Défenses anti-OPA et principes des offres publiques

Libres propos sur une tête d'épingle*

Charles Goyet
Professeur agrégé, Université de Strasbourg

Une communication de l'AMF du 2 avril 2021 indiquait en introduction que « les mesures prises [au titre l'art. L. 233-32 du Code de commerce] doivent s'inscrire dans le cadre des règles et principes régissant les offres publiques »[1]. Elle semblait cependant abandonner chemin faisant le projet de concilier, *in specie*, ce que permettent les défenses anti-OPA et ce qu'imposent les principes généraux de l'article 231-3 RG AMF. Elle se bornait en effet à conclure que l'inaliénabilité de certains actifs de *Suez*, combinée à la contre-offre du consortium *Ardian-GIP*, portait atteinte à ces principes directeurs[2].

1. Cette sorte de hiatus entre le début et la fin de cette communication a peut-être incité l'AMF à revenir sur ce point. Dans la dernière note du document faisant l'objet de ces lignes, elle fait valoir en effet que, à l'égard du consortium, « la question de l'articulation entre l'article L. 233-32 du code de commerce et les principes directeurs des offres publiques ne se pose pas, puisque l'article L. 233-32 du code de commerce ne s'applique qu'à la "*société visée*" par l'offre ». Autrement dit, poursuit-elle, « **les atteintes aux principes directeurs des offres publiques identifiées par l'AMF dans sa communication du 2 avril 2021 à l'encontre du consortium Ardian-GIP ne peuvent donc, en aucun cas, se prévaloir des dispositions de l'article L. 233-32 du code de commerce** »[3]. Ces notations suggèrent différentes observations. Les unes tireront les conséquences de l'action de concert entre *Suez* et le consortium. Action de concert remarquable : résultant nécessairement des seules circonstances, il est inutile de démontrer son existence (**I**). Les autres entendent établir que la recherche, par la cible, d'une offre concurrente n'est pas une défense anti-OPA au sens de l'article L. 233-32 (**II**).

I. Les conséquences de l'action de concert entre Suez et le consortium Ardian-GIP

2. Rationnellement, l'article L. 233-10-1 du Code de commerce aurait certainement pu s'appliquer à *Suez* et au consortium[4]. De façon remarquable, cette disposition eût alors déterminé l'attribution de la qualité de *concertiste* à chacun d'eux et au double titre de chacune des deux branches de ce texte. D'un côté, *Suez*, société cible, et *Ardian-GIP* voulaient (l'un et l'autre) que

* Soit, explicitement, sur la note 58 et finale du document publié par l'AMF, le 18 mai 2022 : précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez (v. le texte de ce document dans cette revue, *supra* p. 3).

1 - RTDF 2021, n° 1/2, p. 71.

2 - *Ibid*., p. 73

3 - Note 58, p. 14. Ces citations respectent les caractères utilisés par l'AMF.

4 - Ce texte, à notre connaissance et à ce jour (juin 2022), n'a jamais été appliqué. Observation troublante : il reprend pourtant la substance de la définition – centrale à tous égards – de l'action de concert donnée par la directive n° 2004/25 du 21 avril 2004 « concernant les offres publiques d'acquisition », ci-après « Directive *OPA* » (art. 2, § 1, d/). Selon une interprétation restrictive, ses premiers mots (*En cas d'offre publique*) signifieraient *pour le temps de l'offre* (A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, F. Lefebvre, 5e éd., 2014, n° 1521). Peu importe ici : telle était bien l'hypothèse.

ce consortium obtienne le contrôle de *Suez* (L. 233-10-1, 1re phrase). De l'autre, celui-ci agissait, avec l'appui de *Suez*, « afin de faire échouer l'offre » de *Veolia* sur *Suez* (L. 233-10-1, 2e phrase).

3. *Suez* et le consortium auraient alors été, en tant que *concertistes*, tenus « solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements » (C. com., art. L. 233-10, III). Quant aux obligations légales, ils auraient pu avoir à subir (le cas échéant) les conséquences d'une violation des conditions déterminant la validité d'une défense anti-OPA. Quant aux obligations réglementaires, ils auraient pu avoir à répondre (toutes choses égales) l'un et l'autre d'une violation des principes formulés par l'article 231-3 RG AMF (ne pouvant être commise que par *Suez*). L'observation nuance sans la contredire la portée de la démonstration de l'AMF. Si ce qui précède est exact, « la question de l'articulation entre l'article L. 233-32 du code de commerce et les principes directeurs des offres publiques » peut se poser également à l'égard d'*Ardian-GIP*. Chaque *concertiste* partage en effet le sort de l'autre, mais uniquement en ce qui concerne les sanctions[5].

4. Pourtant l'AMF a raison, mais (selon nous) pour d'autres motifs que les siens. Il semble possible d'établir que, en l'occurrence, les principes directeurs des offres publiques ne pouvaient pas entrer en concurrence avec le dispositif anti-OPA résultant de la loi *Florange*[6]. Il en ira ainsi s'il peut être montré que la recherche d'un compétiteur ne relève pas de l'article L. 233-32. En ce cas, la possibilité même d'un conflit (entre ce que permettent les défenses anti-OPA et ce qu'interdisent les principes régissant les offres publiques) serait supprimée. Ce résultat s'écarte cette fois des conclusions de l'AMF. La *question de l'articulation* entre L. 233-32 et les principes directeurs de L. 231-3, qui ne peut en effet se poser à l'égard du consortium, n'existerait plus, y compris pour *Suez*, la *société visée*.

II. La recherche d'un porte-drapeau n'est pas un mesure anti-OPA (au sens de C. com., art. L. 233-32)

5. À *l'exception de la recherche d'autres offres*, *hormis la recherche d'autres offres* : ces expressions figurent dans l'ensemble des textes pertinents[7]. Elles possèdent au moins une double signification. La première impose de distinguer *recherche d'une offre* concurrente et entrée en lice du champion. Il lui appartient de porter le projet de contre-offre, mais (comme le note l'AMF) il ne saurait prendre une mesure anti-OPA (elles ne peuvent l'être que par la cible). Son comportement relève ainsi exclusivement des articles 232-5 à 232-13 RG AMF[8], applicables sans distinction à tout compétiteur, peu importe ses liens avec la cible. La seconde conduit à qualifier la recherche, par la cible, d'un chevalier blanc. S'agit-il encore d'une mesure anti-OPA ? S'agit-il, au contraire, d'une démarche étrangère aux prévisions des articles L. 233-32 et L. 233-33 ? On pourrait se contenter de relever la vanité, partant l'inutilité et, finalement, l'impossibilité de soumettre des approches, des tentatives, (démarches informelles et purement facultatives) à un quelconque encadrement juridique. Et ce, surtout lorsque la licéité foncière de ce qu'elles tendent à obtenir est patente puisqu'il s'agit de réaliser le principe de libre compétition. Peuvent néanmoins être

5 - Seul *Suez* peut violer RG AMF, art. 231-3 (en prétendant se justifier par C. com., art. L. 233-32). En revanche, les sanctions pouvant frapper ce comportement atteindraient simultanément *Ardian-GIP* comme concertiste de *Suez*.

6 - Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 « visant à reconquérir l'économie réelle ».

7 - Dir. *OPA*, art. 9, § 2, al 1er et C. com., art. L. 233-33, I et III.

8 - Dispositions formant une section intitulée « Offres concurrentes et surenchères ». Dans la directive *OPA*, la question des défenses anti-OPA est traitée par les art. 9 à 12. La *concurrence d'offres*, quant à elle, est mentionnée dans un article 13 intitulé « Autres règles régissant les offres » (avec d'autres sujets n'ayant pas le moindre rapport avec les mesures anti-OPA). Autant dire que, selon la directive, une contre-offre, fût-elle suscitée par la cible, n'est pas une défense anti-OPA. Ces articles 9 à 12 proviennent des recommandations du *Rapport Winter* (*Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés*, 4 novembre 2002, rapport d'un groupe d'experts de haut niveau, dir. Jaap Winter).

présentées des raisons plus circonstanciées, les unes historiques, les autres relevant du droit des sociétés.

6. Historiquement, une opinion de la COB retient au plus haut point l'attention.

> « Une fois la procédure d'offre publique ouverte, c'est sur le terrain de l'offre publique elle-même qu'une offre contestée doit être combattue, normalement par une offre concurrente des actionnaires de la société visée ou des tiers, à des conditions plus avantageuses pour les actionnaires. Ceci a pour corollaire une obligation de prudence de la part des dirigeants sociaux en ce qui concerne les actes de disposition de l'actif […].[9] »

Ces lignes ont été écrites à un moment (1988) où les textes français ne s'étaient pas encore emparés de la question des défenses anti-OPA[10]. Pour parvenir à son état actuel, la matière (y compris la loi *Florange*, 2014) devait attendre l'impulsion de la directive *OPA* (2004), elle-même inspirée par les recommandations du *Rapport Winter* (2002)[11]. La COB ne pouvait donc pas se placer sur le terrain de la validité des mesures prises contre l'OPA. Elle pouvait seulement constater la licéité d'une offre concurrente, et elle l'a fait en invoquant la libre compétition que peut entraîner une offre publique[12]. Ainsi, la recherche d'un porte-drapeau a toujours été admise. Il n'en allait pas ainsi par l'effet d'une permission de la loi : les défenses anti-OPA n'étaient pas encore apparues en législation. Il en allait ainsi au titre du principe de libre compétition.

7. Du point de vue du droit de la société anonyme, la possibilité d'adopter une défense anti-OPA doit composer avec la hiérarchie des organes sociaux. Typiquement, les *décisions* du conseil d'administration ou du directoire doivent être *autorisées*, *approuvées* ou *confirmées* en assemblée[13]. La recherche d'un champion, elle, ne saurait passer par une décision des organes de la société. Entreprise par les dirigeants ou leurs émissaires, elle procède de *démarches* qui ne sauraient être décrites en termes de *décisions ou de mesures*[14]. Aucune décision des organes de la société ne sera davantage requise pour investir (le moment venu) le chevalier blanc. Les actionnaires seuls arbitreront, sans médiation, la compétition résultant de son entrée en lice. Chacun choisira d'apporter ses titres à l'offre qui lui convient. Sans parler du quorum, l'assemblée sépare majorité et minorité. La réponse à une offre, elle, est individuelle. Chaque actionnaire se détermine ici comme il l'entend. Il possède ainsi une faculté, un pouvoir, un droit, parfaitement identiques à ceux des autres. Conséquence typique des offres publiques, ce rare exemple de démocratie actionnariale directe et intégrale exclut en lui-même l'intervention d'un quelconque organe social.

8. Ainsi, pour que *Suez* ne puisse opposer aux principes du règlement général (art. 231-3) le droit de se défendre contre une OPA (C. com., art. L. 233-32), il suffit d'observer que (historiquement) la possibilité de rechercher un champion a toujours été admise. Il en est allé ainsi avant que le droit ne consacre les défenses anti-OPA. La possibilité de cette recherche ne leur doit rien. Elle doit tout au

9 - Rapport COB 1987, juin 1988, p. 134, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-annuels-et-documents-institutionnels/rapport-annuel-cob-1987>. Il vaut d'être relevé que la COB pointe aussitôt le risque inhérent à l'existence d'un chevalier blanc : un comportement aventureux « des dirigeants sociaux [de la cible] en ce qui concerne [notamment] les actes de disposition de l'actif ».

10 - A. Viandier, (*OPA, OPE et autres offres publiques*, *op. cit.*), relève que le droit français a commencé à faire une place *aux défenses en cours d'offre* (n° 2040) « en 1989, puis en 1997 » (n° 2041).

11 - *Op. cit.*, *supra* note 8.

12 - La COB écrit ainsi, quelques lignes plus loin, qu'elle entend, entre autres objectifs, « assurer une confrontation loyale des offres par la voie de surenchères qui valorisent les titres » : *ibid*., p. 135.

13 - La formule de L. 233-32, I (le CA, ou le directoire dûment autorisé par le CS, « peut prendre *toute décision* dont la mise en œuvre est *susceptible de faire échouer l'offre* », nos italiques) ne doit pas créer l'illusion. La recherche d'un champion est certainement animée par le dessein de faire échouer l'offre initiale. Mais cette *démarche* n'est certainement *pas une décision*.

14 - L. 233-33, I et III utilisent, sans autres précisions, l'expression *recherche d'autres offres*.

principe de libre compétition dont elle n'est pas une déduction, mais la mise en œuvre. Pour le reste, il est inutile (organiquement) de regarder la recherche d'un champion comme une variété (dérogatoire) de *mesures* anti-OPA. Aucune des prescriptions qui entourent l'adoption d'une *décision* ne peut être applicable à une *démarche*[15]. *Toutes les personnes concernées par une offre* peuvent ainsi participer à la compétition ouverte par une offre publique et au libre jeu des offres et de leurs surenchères (RG AMF, art. 231-3). La cible y prendra part en tentant de trouver un porte-drapeau. Il reste que celui-ci n'est pas un compétiteur comme un autre, il est l'allié de la cible, agissant – juridiquement – de concert avec elle.

***

9. Comme cible, la société visée peut se défendre grâce aux mesures anti-OPA. Comme concurrent, elle veut la réussite de son allié ou, comme on voudra, l'échec de l'initiateur de l'offre. Ces objectifs différents déterminent certes des intérêts distincts. Mais ces buts étant successifs et exclusifs l'un de l'autre, les intérêts qui en résultent ne sauraient entrer en conflit. Les mesures défensives tendent à maintenir l'existant, non seulement la personne morale ou la société, mais aussi l'entreprise. La victoire du champion, elle, modifiera le contrôle, ainsi que l'eût pu faire celle de l'initiateur, mais dans des conditions espérées préférables[16]. La tentation peut alors exister de favoriser cette victoire en utilisant les mesures anti-OPA. Au lieu d'être utilisées par la cible comme un moyen de se défendre, elles le seront pour fausser à son avantage (c'est-à-dire pour favoriser la victoire de son allié) la compétition voulue par elle. De façon remarquable, la COB identifiait ce risque dès 1988. Elle ne voyait rien à objecter à l'existence d'une offre concurrente suscitée par la cible. Mais elle s'empressait de souligner en ce cas la naissance, à la charge des dirigeants de la cible, d'*une obligation de prudence*, notamment *en ce qui concerne les actes de disposition de l'actif*. On croit lire un résumé de l'affaire *Veolia/Suez*. Ces indications pourraient être développées de la façon suivante. La société visée veut la réussite de son allié, sachant que le droit met à sa disposition des mesures défensives. Or ces mesures sont destinées à la protéger en tant que cible, non à l'avantager comme compétiteur. Elle doit donc se garder de toute utilisation des défenses anti-OPA ayant pour objet ou pour effet d'avantager son champion[17]. Détourner de leur but les mesures défensives pour y trouver, au nom d'une prétendue permission de la loi, le moyen d'entamer la loyauté de la compétition, est un comportement abusif ou, plus précisément peut-être, une fraude à la loi[18]. La cible, agissant nécessairement de concert avec son porte-drapeau, les sanctions de ce détournement, de cet abus ou de cette fraude pourront atteindre indifféremment la première, le second, ou encore l'une et l'autre. Ces quelques remarques ont voulu avoir, au-delà de l'affaire *Veolia/Suez*, une portée générale. Dans ce cas particulier, le consortium n'avait pas soumis sa contre-

15 - C'est dire que vouloir cependant ranger la recherche d'un allié parmi les défenses anti-OPA ne produirait de toute façon aucune conséquence.

16 - A. Viandier souligne cette ambiguïté sur le plan de la qualification de la recherche d'un allié (est-ce, oui ou non, une défense anti-OPA ?). Il voit dans « l'intervention d'un chevalier blanc […] un mode de réaction qui mérite à peine le nom de défense ». La réussite (le moment venu) de la contre-offre peut en effet aboutir « à la perte d'indépendance de la société cible ». « Il ne s'agit pas à proprement parler, poursuit-il, d'un mode de défense puisque, loin de conserver son indépendance, la société cible [sera, toutes choses égales] tout de même prise d'assaut, et le contrôle [changera] de main, *mais l'habitude a été prise d'y voir une forme de défense*, sinon pour la société, au moins pour ses dirigeants » (*OPA, OPE et autres offres publiques*, *op. cit*., n° 2040, nos italiques).

17 - Il serait peut-être souhaitable, pour cette raison, que les articles 232-5 à 232-13 RG AMF réservent une place spéciale aux offres concurrentes suscitées par la cible, afin de tenir compte de la particularité de l'hypothèse. Ce d'autant plus que, en cours d'offre, la cible, en entrant dans la compétition (comme agissant de concert avec son champion) perd la qualité lui permettant d'utiliser les défenses de l'article L. 233-32 du Code de commerce. Sa place (donc son intérêt) dans l'offre publique change. Elle cesse d'être la *société visée* par l'offre, elle devient l'allié d'un opérateur dont elle veut la réussite. Elle ne saurait donc prétendre se défendre contre lui.

18 - *Dictionnaire de la culture juridique*, PUF-Lamy, coll. Quadrige, V° *Fraude*, par B. Audit. L'auteur souligne que le moyen frauduleux peut résider dans une loi « détournée de son esprit à défaut de sa lettre », « on parle dans ce cas de *fraude à la loi* ». Les choses sont ici encore plus nettes. La loi invoquée (C. com., art. L. 233-32) pour porter atteinte aux principes de RG AMF, art. 231-3 est (selon nous) sans application à une offre concurrente suscitée par la cible : une contre-offre n'est pas une défense anti-OPA au sens de L. 233-32.

offre à l'examen de sa recevabilité par l'AMF[19]. *Combiner* ainsi une offre *de fait* à un mécanisme tendant à réserver à *Ardian-GIP* l'accès à d'importants actifs, perpétrait une violation manifeste, massive et simultanée de la plupart des principes énoncés par RG AMF, art. 231-3.

19 - L'AMF a relevé dans sa communication du 2 avril 2021 (v. *supra*, note 1) que le consortium par son « *offre ferme et financée* » (p. 72, nos italiques), « [s'était placé] *de fait*, avec l'appui de la société visée par l'offre […], dans une *situation de compétition avec la société Veolia* » (p. 73, nos italiques).

Multinational corporations' responsibility for tortious and human rights violations: a comparative study

Fatemeh Bagherzadeh†

Abstract

Many legal systems make it hard for the victims of human rights violations of multinational corporations to have access to their judicial systems. Multinational corporations are so powerful that they can form our lives and also escape liabilities for the damages caused by their activities. The limited liability theory of corporate law enables the parent company of a corporate group to enjoy privileges and avoid its responsibilities for human rights violations. Recently, litigators and human rights activists are trying to hold multinational corporations liable by expanding some well-established, but infrequent applicable theories such as "piercing the corporate veil" theory. Courts in the United Kingdom and the United States take different approaches to address this issue. This article provides a comparative study of these two legal systems legislation and judicial precedents and the amount of their success to hold parent companies liable for the tortious and human rights violations of their subsidiaries.

I. Introduction

A crucial time within the progress of transnational corporate regulations was the end of the first decade of the twenty-first century[1]. The decade began with a neoliberal revolution culmination which centered on financialization, liberalization, privatization, and deregulation[2]. Corporate groups were free to choose their global translation mechanisms[3]. They could move beyond the borders and follow whatever business model that best suited them, as such there were few regulatory limitations on them[4].

In 2010, the liberalization and unification of the global economy were the focus of international economic policy, today we are witnessing increasing national security concerns from both political and economic points of view, as well as the demand to defend "national champions"[5]. We also see the return of States as the controlling authorities of industries, especially within the financial area [6].

Multinational enterprises (MNEs) play a predominant role with their international subsidiaries in the world economy[7]. MNEs also manage agreements with their offshore subsidiaries to boost their global activities[8]. In recent decades, a multinational corporation's influence as a participant in international trade and investment, is seen as an epidemic development. Corporations do their business activities through numerous business structures, including wholly-owned subsidiaries, partially-owned subsidiaries,

† Visiting Research Fellow at Fordham Law School; LL.M in Banking, Corporate and Financial law, Fordham Law School; LL.M in International Commercial Law, Pennsylvania State University, B.A in Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.

1 - Peter Muchlinski, *The Changing Face of Transnational Business Governance: Private Corporate Law Liability and Accountability of Transnational Groups in A Post-Financial Crisis World*, 18 Ind. J. Global Legal Stud. 665, 666 (2011).

2 - *Id.*

3 - *Id.*

4 - *Id.*

5 - *Id.*

6 - *Id.*

7 - Ma Ji, *Multinational Enterprises' Liability for the Acts of Their Offshore Subsidiaries*: *The Aftermath of Kiobel and Daimler,* 23 Mich. St. Int'l L. Rev. 397, 398 (2015).

8 - *Id.* at 398.

and affiliated corporations[9]. The vast majority of over 100,000 MNEs are located in developed countries' industrialized economies, with many developing countries hosting 900,000 of their subsidiaries[10].

MNEs play a vital role in the international economy, with an eighty percent contribution to the global business[11], and they are the driving force behind economic globalization. The global production network is focused mostly on the transnational activities of such corporations. "About 60 percent of global trade, which today amounts to more than $20 trillion, consists of trade in intermediate goods and services that are incorporated at various stages in the production process of goods and services for final consumption"[12].

MNEs historically include companies in different countries, which have influence over one another and share expertise and capital between each other[13]. According to this conventional view, multinational corporations are a group of entities incorporated and residing in different countries, are subject to various legal regimes and have contractual and commercial relationships with each other[14].

In addition, corporate law has assumed that each incorporated entity of a corporate group is independent and distinct of its shareholders[15]. The principle of separate legal entity was introduced to limit individual shareholders' liability enabling them to invest and encourage corporations to make productive use of their resources[16]. However, each company's corporate group is owned by other units within the same group and, these corporate owners, within such multinational corporations, are subject to the limited liability doctrine of corporate law[17].

With its focus on the complete legal distinction between the shareholder and the corporation, this model offers the shareholder an opportunity to avoid responsibility for wrongs committed by the company.

Human rights advocates and radical scholars contend that multinational corporations are powerful and can affect our lives, but inevitably avoid legal responsibility for the harm that they can induce by creating multiple and complicated chains of subsidiaries[18]. The impediment of separate legal personality enables entities within a corporate group to enjoy the privileges of limited shareholder liability and, thus, helps parent companies to avoid the responsibility for violations of human rights[19]. This may occur, for example, when a corporate group employs an undercapitalized foreign subsidiary to operate a risky business that poses risks to human rights[20]. On the other hand, in countries with weak or inadequate judicial systems, the limited liability of shareholders prevents victims from seeking a remedy from a company's subsidiary for their breach of international human rights norms[21].

9 - Dr. Kiarie Mwaura, *Internalization of Costs to Corporate Groups: Part-Whole Relationships, Human Rights Norms and the Futility of the Corporate Veil*, 11 J. Int'l Bus. L. 85, 85 (2012).

10 - Robert D. Hormats, *The Continuing Importance of Investment in the Global Economy* (April 20-23, 2012), http://webplus.nankai.edu.cn/picture/article/33/61/08/b3d1d25f4786a98063814141b26e/74a64f0b-d603-4298-97dc-b0479578569f.pdf.

11 - U.N. Conf. on Trade and Dev. (UNCTAD), *World Investment Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, 134 (2013) [Hereinafter UNCTAD].

12 - *Id.* at 122.

13 - Organization for Economic Co-operation & Development [OECD], OECD Guidelines for Multinational Enterprises, art. 2, (June 21, 1976), 15 I.L.M. 9.

14 - Dalia Palombo, *Chandler v. Cape: An Alternative to Piercing the Corporate Veil Beyond Kiobel v. Royal Dutch Shell,* 4 Brit. J. Am. Legal Stud. 453, 454 (2015).

15 - Jodie A. Kirshner, *A Call for the Eu to Assume Jurisdiction over Extraterritorial Corporate Human Rights Abuses*, 13 Nw. J. Int'l Hum. Rts. 1, 6 (2015).

16 - Reinier H. Kraakman, *The Economics Functions of Corporate Liability, i*n Corporate Governance and Directors' Liabilities Legal, Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsibility 178 (Klaus J. Hopt & Gunther Teubner eds., 1985).

17 - Kirshner, *supra* note 15, at 6.

18 - Elisabet Fura-Sandström, *Business and Human Rights: Who Cares?, in* Liber Amicorum Luzius Wildhaber: Human 159 (Lucius Caflisch, Luzius Wildhaber eds., 2007).

19 - Mwaura, *supra* note 9, at 85.

20 - *Id.*

21 - Gwynne Skinner, *Rethinking Limited Liability of Parent Corporations for Foreign Subsidiaries' Violations of International Human Rights Law*, 72 Wash. & Lee. L. Rev. 1768, 1770 (2015).

Considering all these facts, "multinational companies have eluded territorial jurisdiction in several ways. First, they have distributed actions that collectively amount to illegality across separate entities in different countries so that each has operated within the law. Second, they have carried out harmful conduct in countries other than where its effects are felt. Alternatively, companies have partitioned their assets, shifting money within the corporate group, so that no funds are recoverable in the territorial jurisdiction. Companies have also acted in cooperation with the ruling government of the host country, and they have threatened to withhold future patronage to pressure the regime not to pursue accountability"[22].

Regulating corporate conduct, therefore, needs legal liability beyond national borders and across corporate groups. Without exercising judicial authority outside of territorial jurisdictions, no single legal system has the power to place responsibility on multinational companies. Recently, litigators have sought to hold multinational corporations liable when a human rights violation occurs. Their objective was to establish a precedent, holding a multinational corporation responsible for violations of human rights perpetrated in a developed country by its subsidiary[23].

The logic of corporate law externalizes the burden of liability away from the controlling shareholder by isolating it from liability, except in sporadic situations where it can be proved that the shareholder was directly involved in the action leading to the damages. "Piercing the corporate veil" is the only exception to the limited liability principle. It is exceptional in its power to go through corporate formalities and limited liability shields to get access to the assets of the shareholders. Despite many forms of scholarly literature about this theory, many analysts and legislators – and some judges – have moved away from either adopting enterprise liability or other approaches that result in piercing the corporate veil[24].

Currently, corporate law only permits piercing the corporate veil in cases of violations of the corporate structure. This excludes many tort cases, in which the parent is not actively engaged in the activity leading to the damage, but rather is aware of it or ought to be so informed of it so as not to fail the prevention of consequential damage. In these circumstances, the only possible way to hold the parent responsible is by proving that the parent was in control of the activities that resulted in damages, subsequently ordering for compensation of claims[25].

Current practice in both common law and civil law jurisdictions show a growing inclination among lawyers and NGOs to bring such claims against parent companies in their home countries. It also established an effort to bend domestic legislations to control multinational enterprise global activities[26].

II. Piercing the Corporate Veil

In the context of corporate law, a parent corporation that enjoys the protections of limited liability cannot be held liable for its subsidiary's acts[27]. The corporation is separated by a corporate veil from its individuals and shareholders; therefore, because they are regarded as two independent entities, a parent corporation cannot be held liable for the actions of its subsidiary. The theory that is strongly

22 - Kirshner, *supra* note 15, at 5.

23 - Palombo, *supra* note 14, at 454–55.

24 - Meredith Dearborn, *Enterprise Liability: Reviewing and Revitalizing Liability for Corporate Groups*, 97 Cal. L. Rev. 195, 199 (2009).

25 - Muchlinski, *supra* note 1, at 685.

26 - Larry Catá Backer, *Governing Corporations: Corporate Social Responsibility and the Obligations of States: Reviewing Jennifer A. Zerk, Multinationals and Corporate Social Responsibility: Limitations and Opportunities in International Law*, 26 Berkeley J. Int'l L. 503, 504 (2008).

27 - Salomon v. Salomon, [1897] AC 22 (HL) 51 (UK).

rooted in United States (US) law and many other countries prevents a company's shareholders from being financially liable to victims of the company's acts and debts above their investment in the company[28]. In limited cases, where a parent is seen to control the subsidiary to the degree that the subsidiary is only an alter ego of the parent, as well as an instrument of the parent for some illegal purposes, the protection of limited liability can be removed – this act is known as "piercing the corporate veil"[29].

The first section of this article describes the origins and definition of the limited liability doctrine, which has been rooted for decades in the corporate legal systems of the US and United Kingdom (UK), two leading traditional legal systems. This article then proceeds to discuss the doctrine of piercing the corporate veil as a special exemption to the limited liability doctrine and its infrequent application in these two legal systems. It further examines theories that courts usually use to pierce the corporate veil, and the factual uncertainty and ambiguity of such theories in these two legal systems. In the second part, the article discusses the UK and the US mechanisms which hold the foreign subsidiaries' parent company liable for human rights violations and the barriers that victims will face within these two legal systems with regard to seeking remedies from the parent companies. This article focuses on the multinational corporations' responsibilities. By evaluating two leading legal systems' judicial and legislative precedents, a comparative study about the efforts and the amount of their success in holding parent companies responsible for the subsidiaries' tortious and human rights violations is brought to the forefront.

In conclusion, by addressing several international law efforts to provide guidelines for countries to regulate corporate responsibility, this article offers some recommendations to harmonize the responsibilities of parent-subsidiary relationships with regard to preserving human rights.

A. Limited Liability of Parent Corporations

Limited liability was part of English common law for centuries in the form of "entity law", which considered corporations separate juridical entities with their rights and obligations distinct from those of their shareholders[30]. Limited liability was introduced in 1830 when Massachusetts codified the limited liability of shareholders for corporate debts[31]. Subsequently, through their corporate law rules, states began adopting limited liability to encourage investment in corporations, as well as to support business and economic activities[32]. Initially, corporations were not permitted to hold shares in companies until 1888, when the state of New Jersey allowed corporations to own shares in other corporations and corporate ownership of stock[33].

After this movement, the doctrine of limited liability continued to apply to parent corporations, as shareholders, for the actions of their subsidiaries. As they arose, the concept of limited liability that was established in the US from 1885 was applied to corporate groups[34]. Thus, the doctrine limits the liability of corporate parents, as well as individual shareholders[35].

In the UK, where the Limited Liability Act of 1855 was enacted to protect individual investors rather than corporations, similar

28 - Skinner, *supra* note 21, at 1772.

29 - *Id.* at 1773.

30 - Phillip Blumberg, *The Increasing Recognition of Enterprise Liability Principles in Determining Parent and Subsidiary Corporation Liabilities*, 28 Conn. L. Rev., 297 (1996).

31 - *Id.*

32 - Phillip Blumberg, *Limited Liability and Corporate Groups*, 11 J. Corp. L. 573, 595-96 (1986).

33 - *Id.* at 605.

34 - Mwaura, *supra* note 9, at 91.

35 - Blumberg, *supra* note 32, at 603-08.

changes have been observed[36]. Therein, it can be seen that corporate groups still use a concept that was not initially introduced to protect themselves from liability.

In the late 1800s and early 1900s, an improvement can be seen in the parent-subsidiary structure as a result of the shift of corporate ownership of corporate stock[37] companies operating subsidiaries to increase their financing options; to prevent the difficulties of qualifying the parent corporation as a foreign entity in a specific state or purchasing physical assets; to reduce taxes and to secure privileges of limited liability[38].

While the original principles of limited liability were exclusively for contract claims and not for tortious actions, today, under contract or tort claims, the subsidiary will enjoy the protection of the limited liability doctrine of corporate law[39]. In the history of US corporate law, the concept of limited liability for corporate torts began[40] with this assumption that it was necessary for a corporation's economic and investment success[41]. The law was widely implemented in the United States following the case of the New York Supreme Court of Judicature in 1835, which conferred limited liability for torts[42]. For the next fifty years, the rule was quickly adopted throughout the United States[43].

Regardless of whether it was originally tended to limit liability for torts, the general rule today is that limited liability excludes individual and corporate shareholders from financial consequences of their subsidiary's torts, even though individuals may be left without a remedy.

B. Piercing the Corporate Veil of Parent Companies

In most legal systems it is however accepted to look behind the corporate structure and consider a set of companies as one, and to hold them liable for a culpable action[44].

The absence of specific corporate rules to decide when a court may disregard the separate entity rule within a corporate group, creates gaps that enables corporations to use the corporate framework to evade liability. This allows corporate groups to invest in very risky schemes and to undercapitalize the subsidiaries operating in those risky areas to reduce the group's exposure to liability[45]. Therefore, social costs are externalized to other non-shareholder actors, hence, the risk of failure does not pose a threat to any corporate actor[46].

As a result of the separate corporate entity structure that companies enjoy, corporate groups could transfer capital between companies to ensure that the subsidiaries engaged in risky operations are undercapitalized to minimize the risk of loss in the case of human rights or tortious liability[47]. Courts are hesitant to pierce the corporate veil in order to hold companies liable when they use a corporate structure in such a way[48].

The separate legal entity doctrine creates significant procedural hurdles for claimants suing the foreign subsidiaries or parent

36 - *Id.*

37 - William Douglas & Carol Shanks, *Insulation from Liability Through Subsidiary Corporations*, 39 Yale L.J. 193 (1929).

38 - *Id.*

39 - Blumberg, *supra* note 32, at 600.

40 - Daniel R. Kahan, Note, *Shareholder Liability for Corporate Torts: A Historical Perspective*, 97 Geo. L.J. 1085, 1098-101 (2009).

41 - Dearborn, *supra* note 24, at 202-03.

42 - *See* Kahan, *supra* note 40, at 1098-99.

43 - *See id.* at 1100-01.

44 - Littlewoods Mail Order Stores Ltd. v. Inland Revenue Comm'rs, [1969] 1 WLR 1241 [1254] (UK).

45 - Henry Hansman & Reinier Kraakman, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 Yale L.J. 1879, 1882-83 (1991).

46 - *See* John A. Siliciano, *Corporate Behavior and the Social Efficiency of Tort Law*, 85 Mich. L. Rev. 1820, 1838-40 (1987).

47 - Mwaura, *supra* note 9, at 96.

48 - *Id.*

companies[49]. To defend against unjust effects of limited liability, courts in some jurisdictions have established factors that, if plaintiffs can prove them, can overcome limited liability and hold shareholders, including corporate parents, liable for damages. This is generally referred to as "piercing the corporate veil".

Under US law, courts use varying formulations to pierce the corporate veil that vary in tort or contracts[50]. In contracts cases, the corporate veil can usually be pierced if: (1) the corporate subsidiary is under the dominant control of the corporate shareholder[51], or (2) the shareholder of the corporation has committed an unlawful, fraudulent or engaged in otherwise "improper conduct" that caused injustice[52]. However, in tort cases, in which parties do not participate in a consensual relationship, the court initially considers the parent's degree of control over the subsidiary or subsidiary's extent of capitalization[53].

The courts generally "pierce the corporate veil" only in exceptional circumstances when the separate corporate entity is used to avoid a statute or an obligation, to commit fraud, or to commit a crime[54]. Some courts go further and say that they will pierce the corporate veil to prevent an injustice[55]. The Delaware Supreme Court indicated the corporate veil could be lifted when it was "in the interest of justice", if it were "fraud", "contravention of law or contract", a "public wrong", or where "equitable considerations among the members of the corporation require it"[56]. Another decision also ruled that the veil would be lifted if the parent actually had control over the subsidiary and if the parent's conduct was "morally culpable" and caused the injuries[57].

However, some courts have disregarded all efforts to theorize the veil piercing and followed a "laundry list" approach to describe the reasons[58] to justify it, including gross undercapitalization, non-compliance with corporate formalities, nonpayment of dividends, insolvency of the corporation, siphoning of corporation money, non-functioning of corporate officers and directors, and the absence of corporate records[59]. Other courts highlight the relationship between the parent and the subsidiary to pierce the corporate veil by recognizing various aspects in the parent-subsidiary relationship, including parental voting control to the shared use of common business resources[60].

While insufficient capitalization or the depletion of corporate capital has led to veil-piercing in some cases, courts have been reluctant to pierce the corporate veil when the subsidiary is well-capitalized and operates on a regular basis[61]. Some courts have stated that a showing of fraud is not required to cause a veil-piercing[62], however, some forms of deception should be involved; for example, incorporation of an

49 - *See* Phillip Blumberg, *Asserting Human Rights Against Multinational Corporations Under United States Law: Conceptual and Procedural Problems*, 50 Am. J. Comp. L. 493, 498 (2002).

50 - *See* Philip I. Blumberg, The Multinational Challenge to Corporation Law: The Search for A New Corporate Personality 136-38 (1993).

51 - *See* United States v. Jon-T Chemicals, Inc., 768 F.2d 686, 691 (5th Cir. 1985).

52 - F. Hodge O'Neil & Robert Thompson, O'Neal's Close Corporations § 1.10 (3d ed., 1997).

53 - *See Jon-T Chemicals*, Inc., 768 F.2d, at 692-93.

54 - O'Neal & Thompson, *supra* note 52, at § 1.10.

55 - *Id.*

56 - Pauley Petroleum, Inc. v. Cont'l Oil Co., 239 A.2d 629, 633 (Del. 1968).

57 - Amfac Foods, Inc. v. Int'l Sys. & Controls Corp., 654 P.2d 1092, 1100 (Ore. 1982).

58 - Carte Blanche (Singapore) Pte. Ltd. v. Diners Club Int'l, 2 F.2d 24 (2d Cir. 1993).

59 - De Witt Truck Bros. v. W. Ray Flemming Fruit Co., 540 F.2d 685–87 (4th Cir. 1976).

60 - *See* United States v. Jon-T Chems., Inc., 768 F.2d at 691-92 (5th Cir. 1985); *contra* O'Berry v. McDermott, Inc., 712 S.W. 2d 206 (Tex. App. 1986); *but see* Am. Trading & Prod. Corp. v. Fischback & Moore, 311 F. Supp. 412 (N.D. Ill. 1970).

61 - *See* Amfac Foods, Inc. v. Int'l Sys. & Controls Corp., 630 P.2d 868 (Ore. Ct. App. 1981); Francis O. Day Co. v. Shapiro, 267 F. 2d 669, 672 (D.C. Cir. 1959).

62 - *See* Nat'l Marine Serv. v. Thibodeaux & Co., 501 F.2d 940, 942 (5th Cir. 1974).

entity specifically to avoid paying a creditor has been found as grounds for piercing the corporate veil[63].

On the other hand, the corporation's public representations are an essential consideration when it comes to piercing the corporate veil. Corporations that exist within many other corporations – and whose identities and functions are confusing – tend to be subject to specific scrutiny[64]. When the subsidiary has held itself out to the public as a parent company's department, the corporate veil has been pierced[65]. Thus, veil-piercing has been discouraged as corporations are seen to be independent entities in public[66].

As showcased, veil-piercing jurisprudence in the US lacks the degree of clarity and predictability that contemporary businesses require, and the formulated doctrinal principles are "often characterized by ambiguity, unpredictability, and even a seeming degree of randomness"[67].

It is difficult to predict whether the corporate veil would be pierced. The justification that courts pierce the corporate veil to "do justice"[68] assumes that this is a field of law in which courts are not restricted by laws and can impose the remedies that they deem to be reasonable based on their own judgment. However, by examining the actual outcome of the cases independently from the reasons expressed in the rulings, it has been observed that judges have decided piercing-veil cases in a strongly disciplined and systematic manner.

Generally, it has been found that courts pierce the corporate veil where a company: has not met corporate formalities[69]; is the "alter ego" of its shareholders[70]; is substantially undercapitalized[71], intermingled funds and or operations of the business and the shareholder[72]; misrepresentation or wrongdoing; the independence of the board of directors of a subsidiary; the existence of shared decision-making, policies, and policymakers between the parent and subsidiary; and whether the parent and subsidiary share directors and officers, are all among the considerations that the courts also weigh when deciding to pierce the corporate veil[73].

These factors vary from state to state, but the veil may typically be pierced, resulting in liability for a parent corporation, where the parent misuses the separate enterprise entity form for wrongful reasons and controls the subsidiary to the degree that the subsidiary is a mere instrument of the parent[74]. In a recent study, scholars have found that the true reason for the court to pierce the corporate veil has always been to achieve one of the three policy justifications: "(1) achieving the goals of a given regulatory or statutory scheme; (2) avoiding fraud or misrepresentation by shareholders trying to receive a credit; and (3) encouraging the benefit of bankruptcy by removing favoritism among claimants to the cash flows of a firm"[75].

63 - *See* Castleberry v. Branscum, 721 S.W.2d 270 (Tex. 1986).

64 - *See* Francis O. Day Co. v. Shapiro, 267 F.2d 669, 672 (D.C. Cir. 1959).

65 - *See* Kissun v. Humana, Inc., 479 S.E.2d 751, 753 (Ga. 1997).

66 - *See* Ioviero v. Ciga Hotels, 475 N.Y.S.2d 880 (N.Y. Sup. Ct. 1984).

67 - Stephen M. Bainbridge, *Abolishing Veil Piercing*, 26 J. Corp. L. 479, 507 (2001).

68 - *See, e.g.*, LFC Mktg. Grp., Inc. v. Loomis, 8 P.3d 841, 845–46 (Nev. 2000).

69 - *See* Robert B. Thompson, *Piercing the Veil Within Corporate Groups: Corporate Shareholders as Mere Investors*, 13 Conn. J. Int'l L. 379, 387 (1999) [*hereinafter* Thompson].

70 - *See, e.g.*, Keffer v. H.K. Porter Co., 872 F.2d 60, 65.

71 - Thompson, *supra* note 69.

72 - *See, e.g.*, Cancun Adventure Tours, Inc. v. Underwater Designer Co., 862 F.2d 1044, 1047-48 (4th Cir. 1988).

73 - Robert B. Thompson, *Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study*, 76 Cornell L. Rev. 1036, 1064 (1991) [*hereinafter* Robert Thompson].

74 - *See* Stephen M. Bainbridge, *Abolishing LLC Veil Piercing,* 2005 U. Ill. L. Rev. 77 (2005); Robert Thompson, *supra* note 73, at 1039. *See also* Thompson, *supra* note 69; Robert B. Thompson, *Piercing the Veil: Is the Common Law the Problem?*, 37 Conn. L. Rev. 619 (2005) [*hereinafter Piercing the Veil*].

75 - Jonathan Macey & Joshua Mitts, *Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil,* 100 Cornell L. Rev. 99, 113 (2014).

Some may claim that the current doctrine of "piercing the corporate veil" is sufficient to keep the parent company liable. However, many have argued that the test is vague and inconsistently enforced by the courts[76]. The test is generally challenging to fulfill and impossible to satisfy without showing that the parent controlled the subsidiary[77].

Although there have been a few occasions where domestic courts have pierced the corporate veil to extend liability to a parent holding corporation, veil piercing within corporate groups remains a minor exception for attributing liability to UK holding companies for acts of their foreign subsidiaries. The view was that acceptance of the piercing doctrine would make the United Kingdom a less attractive legal environment for companies[78].

UK courts generally will pierce the corporate veil in very infrequent circumstances[79], such as where the controlling shareholders use the corporate form for unlawful or improper purposes[80]. In this respect, the UK courts have generally pierced the corporate veil when: the corporate parent used a subsidiary to gain a legal advantage to which it would not have been entitled to[81], where a shareholder has formed a company to avoid legal obligations[82], and where evidence shows that a network of companies has been used to hide or dispose of money gained by fraud[83]. In the case of *In Re A Company*, the company had engaged in fraud and controlled a network of foreign companies and trusts that were used as a means of disposing of assets[84]. The court pierced the corporate veil and enjoined the shareholders from disposing of corporate stock, interests in trusts, or the corporate or trust assets[85]. In justifying the rationale, the court indicated that "the court will use its powers to pierce the corporate veil if it is necessary to achieve justice irrespective of the legal efficiency of the corporate structure under consideration"[86].

However, some courts seem very reluctant to pierce the corporate veil of related companies and have insisted on companies separate legal personalities by imposing the principle declared within *Salomon v. Salomon & Co*[87]. As defined by the court in *Acatos & Hutcheson v. Watson*:

> English law insists on recognition of the distinct legal personality of companies unless the relevant contract or legislation requires or permits a broad interpretation to be given to references to members of a group of companies or the legal personality is a mere facade or sham or unlawful device.[88]

In the case of *Salomon*, a group of companies acted as a single consolidated mining division and the parent laid out the general business policy of the subsidiary. The Court of Appeals declined to pierce the subsidiary's corporate veil to resolve a dispute regarding the jurisdiction of a foreign parent company[89]. In the leading judgment of *Prest v. Petrodel Resources Ltd.*, Lord Sumption ruled that "recognition of a limited power to pierce the corporate veil in carefully defined circumstances is necessary if the law is not to be disarmed

76 - *See* Dearborn, *supra* note 24, at 204; *see also* Robert Thompson, *supra* note 73, at 1047-70.

77 - Dearborn, *supra* note 24, at 209.

78 - Mwaura, *supra* note 9, at 107.

79 - Geoffrey Morse et al., Palmer's Company Law 1519 (25th ed., 1992).

80 - *Id.* at 2224.

81 - Merchandise Transp. Ltd. v. British Transp. Comm'n, [1962] 2 EWHC (QB) 173 (Eng.).

82 - Jones v. Lipman, [1962] 1 WLR 832 (Eng.).

83 - Re A Company, [1985] 205 BCLC 333 (Eng.).

84 - *Id.*

85 - *Id.*

86 - *Id.*

87 - *See* Acatos & Hutcheson v. Watson, [1995] 1 BCLC 218 (UK).

88 - *See id.*

89 - *See* Adams v. Cape Indus. Plc, [1990] 2 W.L.R. 657 (UK).

in the face of abuse"[90]. Accordingly, in English court cases, a wider concept can be found that a corporate veil could be pierced only to prevent the breach of corporate legal personality. While this approach by the United Kingdom Supreme Court has changed the emphasis from definitions such as "facade" to rationalize veil piercing, it does not offer practical guidance to prospective judgments.

III. Piercing the Corporate Veil of Multinational Corporations in National Courts

Even though it has been unsuccessful in the United States to prosecute companies based on the Alien Tort Statute or customary international law, scholars in the United Kingdom have already begun to discuss whether UK courts must be prepared to create a cause of action based on customary international law against UK corporations. However, not only in the United States, but also in the United Kingdom, suing multinational corporations based on a mixture of tort law and customary international law may likely be ineffective[91].

A. Piercing the Multinational Corporation Veil in the UK

Since the case of *Salomon v. Salomon* in England, litigators have sought methods to pierce the corporate veil in order to hold parent companies liable for their subsidiaries' tortious actions. A parent company may be liable for its subsidiary's tortious act by a duty of care that it owes to the plaintiffs who have sustained damages due to the negligence of the subsidiary[92]. Originally, this duty stems from the separate legal entity, the limited liability, and the parent corporation's liability for the subsidiary's obligations; concepts which are standard principles of corporate law regarding corporate groups[93]. In order to hold the parent company liable, the court would consider several factors including the absence of proper oversight over the subsidiary, the failure to warn of a known risk, the undertaking of dangerous conduct, and the manufacture of defective products that the subsidiary then markets or distributes[94].

The parent company is directly liable when it engages in the subsidiary's tortious activity. On the other hand, the parent is indirectly responsible when it initiates, and the subsidiary implements and conducts instructors as the parent's "agent" or "alter ego"[95]. This would result in the rejection of the parent and subsidiary's corporate separation by "piercing the corporate veil" and making the parent company liable for corporate obligations. When there is an explicit agreement that provides the parent company's liability for the tortious act of its subsidiary, an agency relationship may be proven[96]. This means that the subsidiary is presumably operating on the parent company's behalf, and the parent would be bound by any contracts entered into by the subsidiary[97]. There is also a "fraud" exception applicable if a subsidiary has been initially incorporated to evade the current responsibility of the parent company or to manipulate for any other fraudulent purposes[98]. The court can pierce the corporate veil in "special circumstances" when

90 - Prest v. Petrodel Resources Ltd., [2013] UKSC 34 (UK).

91 - Palombo, *supra* note 14, at 461-63.

92 - Richard Meeran, *Liability of Multinational Corporations: A Critical Stage in the UK, in* Liability of Multinational Corporations under International Law 251, 261 (Menno T. Kamminga & Saman Zia-Zarifi eds., 2000).

93 - David S. Bakst, *Piercing the Corporate Veil for Environmental Torts in the United States and the European Union: The Case for the Proposed Civil Liability Directive,* 19 B.C. Int'l & Comp. L. Rev. 323 (1996).

94 - UNCTAD, Transnational Corporations in World Development: Third Survey, U.N. DOC. ST/CTC/46, at 230. 1983).

95 - Binda Sahni, *The Interpretation of The Corporate Personality of Transnational Corporations*, 15 Widener L.J. 1, 7 (2005).

96 - *See* Adams v. Cape Indus. Plc, [1990] 2 W.L.R. 545–49 (UK).

97 - *See* J. J. Fawcett, *Jurisdiction and Subsidiaries,* J. Bus. L. 16, 20 (1985) (UK).

98 - *See* Jones v. Lipman, [1962] 1 WLR 832 at 837–38 (Eng.).

the subsidiary is a "façade" to abuse the corporate forms and conceal the realities[99]. However, many uncertain meanings of the words "facade" or "special circumstances" have contributed to the reluctance of the English courts to recognize jurisdiction over the parent companies. The rejection of the corporate distinction between parents in the United Kingdom, resulted from the "piercing veil" doctrine first introduced in *Salomon v. Salomon & Co*[100].

1. Agency Theory

By referring to the parent's functional control over subsidiary's actions, a plaintiff may claim the agency relationship. This implied agency relationship can be shown by demonstrating that the parent company: (1) regarded the profits of the subsidiary company as its own, (2) assigned individuals to the subsidiary to operate on its behalf, (3) was the trading venture's "head and brain", (4) decided the amount of capital to be allocated for investments and business strategies, (5) made profits based on its expertise and direction, and (6) was in actual and constant control[101].

In *Adams v. Cape Indus*., the court held it was not a misuse of the corporate structure when the subsidiary was incorporated to restrict the potential liability of the parent company[102]. The court held that although the primary reason was not to beat the creditors, abuse of the corporate form occurred by an existing corporate subsidiary and resulted in a facade[103]. In *Adams*, the court abstained from enforcing a default judgment of the United States against a British parent company by arguing that the parent company was not accountable for the debts of a US subsidiary[104]. In this case, Cape Industries PLC (Cape) tried to reduce its liability by initiating liquidation claims against a North American Asbestos Corporation (NAAC) and created the Continental Productions Corporation (CPC) and Associated Mineral Corporation (AMC) companies to replace NAAC's marketing activities[105]. Cape financed CPC, and its managing director was the former managing director of NAAC, but it was not a subsidiary[106], AMC was a subsidiary incorporated in Liechtenstein[107]. It was present in the United States and was acting as the Cape's agent[108].

The court ruled that, because CPC was not a subsidiary, it was not a part of the corporate community[109], either because it maintained control over its activities or because it was not an agent or member of a single economic entity[110]. It carried out its daily affairs, entered into business contracts to purchase asbestos for itself, and recruited its staff[111]. The court acknowledged that Cape and AMC maintained an agency relationship[112]. Yet, since AMC was not based in the United States and was not involved in managing the CPC asbestos plant, this was not a façade[113].

Thus, AMC maintained its corporate independence and did not act as an alter ego of, or by, the parent company's inappropriate or illegitimate purpose[114]. These conclusions highlighted the court's presumption that forming a corporation within a group of companies to reduce corporate liability was a proper application of limited liability. The

99 - *Id.*

100 - Salomon v. Salomon & Co. [1897] AC 22 (HL) (UK).

101 - O. Kahn-Freund, *Corporate Entity,* 3 Mod. L. Rev. 226, 227 (1939).

102 - Adams v. Cape Indus. Plc, [1990] 2 W.L.R. 544 (UK).

103 - *Id.*

104 - *Id.* at 493.

105 - *Id.* at 477–78.

106 - *Id.* at 493.

107 - *Id.* at 479.

108 - *See* Adams v. Cape Indus. Plc, [1990] 2 W.L.R. 479 (UK).

109 - *See id.* at 549.

110 - *Id.*at 545.

111 - *Id.* at 545–46.

112 - *Id.* at 543.

113 - *Id.* at 549.

114 - Adams v. Cape Indus. Plc, [1990] 2 W.L.R. 474 (UK).

court stated:

> We do not accept as a matter of law that the court is entitled to lift the corporate veil as against a defendant company which is the member of a corporate group merely because the corporate [group] structure has been used so as to ensure that the legal liability (if any) in respect of particular future activities of the group (and correspondingly the risk of enforcement of that liability) will fall on another member of the group rather than the defendant company. Whether or not this is desirable, the right to use a corporate structure in this manner is inherent in our corporate law[115].

The judicial recognition that the *Salomon* principles may have superseded the interest of equity was also of importance. The appeal court declared:

> If a company chooses to arrange the affairs of its group in such a way that the business carried on in a particular foreign country is the business of its subsidiary and not its own, it is, in our judgment, entitled to do so. Neither in this class of case nor in any other class of case is it open to this court to disregard the principle of *Salomon* merely because it considers it just to do so[116].

This approach legalized but did not affirm the denial of tort victims' compensation. A subsidiary is subject to the current case law, which approves the agency relationship and accepts that the subsidiary enters into contracts on behalf of the parent[117]. By definition, subsidiaries have an independent legal identity and negotiate contracts, usually for their own interests[118]. The enterprise doctrine could resolve these differences by a broader notion of agency which is focused on the economic reality of the control relationship between the parent and the subsidiary[119]. Even then, if the subsidiary entered into contracts on its own, it will be attributed as operating under the parent's control[120].

2. Duty of Care Theory

The case of *Chandler* is revolutionary in that it may form the basis for human rights litigators seeking to hold a multinational corporation responsible for its subsidiary's human rights violations. Although *Chandler* is not framed in terms of human rights, it is an extreme case as it places tort law at the service of the human rights cause[121]. *Chandler* creates a cause of action in tort that represents an essential alternative to either piercing the corporate veil or a cause of action based on customary international law[122]. To pierce the corporate veil, *Chandler* is creating an alternative direct liability framework. In *Chandler*, English courts clearly describe the direct duty of care that holding companies have toward their subsidiaries' employees[123]. The duty of care of a holding company is classified as *direct* since the holding company has a direct duty towards the employees of its subsidiary and responds directly to them[124]. It is not necessary to question whether or not the subsidiary itself is responsible for its employees. In order to decide if the holding company has violated its duty of care, the court must only recognize the parent company's actions of failure to act[125].

Chandler provides a cause of action against multinational companies incorporated in the United Kingdom for abuses perpetrated in developed countries by their foreign subsidiaries[126]. In the sense of the parent, subsidiary, and employee relationships, the

115 - *Id.* at 544.

116 - *Id.* at 537.

117 - Fawcett, *supra* note 97, at 24.

118 - *Id.* at 24.

119 - *Id.* at 24-25.

120 - *Id.*

121 - *Id.*

122 - *Id.*

123 - Palombo, *supra* note 14, at 463.

124 - *Id.*

125 - *Id.*

126 - *Id.*

Court of Appeals in *Chandler* clarified the significance of foreseeability and proximity. The parent company has a direct duty of care towards its subsidiary's employees based on *Chandler* when:

> [...(1)] the business of the parent and the subsidiary are in a relevant respect the same;
>
> (2) the parent has, or ought to have, superior knowledge on some relevant aspect of health and safety in the particular industry;
>
> (3) the subsidiary's system of work is unsafe and the parent company knew, or ought to have known; and
>
> (4) the parent knew or ought to have foreseen that the subsidiary or its employees would rely on its using that superior knowledge for the employees' protection. For the purpose of 4 it is not necessary to show that the parent is in the practice of intervening in the health and safety policies of the subsidiary. The court will look at the relationship between companies widely. The court may find that element 4 is established where the evidence shows that the parent has a practice of intervening in the trading operations of the subsidiary, for example production and funding issues[127].

For many reasons, the *Chandler* duty of care test is innovative[128]. First, the definition of the *assumption of responsibility* was revisited by the Court of Appeals. Traditionally, assumption of responsibility implies that a person assumes responsibility for a matter and is responsible thereafter[129]. The Court of Appeals, however, reinterpreted in *Chandler* the principle of assumption of responsibility[130]. The court sees the parent company's liability as a legal duty that occurs when the parent company knows or ought to know that the subsidiary is damaging its employees[131]. The parent company's overall control over the operations of the subsidiary appears to result in the recognizing or being in a position where it ought to know that the subsidiary was performing risky activities[132]. Although Cape Holding was wholly owned by its subsidiary, in this case, the court points out that it is not necessary to determine whether the parent company has assumed responsibility for its subsidiary[133]. It is enough that the parent company "[h] as a practice of intervening in the trading operations of the subsidiary"[134]. Hence, if we determine that the holding company has some overall control, the parent company has a direct duty of care towards its subsidiary employees.

Second, *Chandler*'s presence of a direct relationship between the employees and the parent company is no longer needed[135]. The Court of Appeals found that the parent company was liable because it controlled its subsidiary's operations[136]. The definition of proximity is reinterpreted by *Chandler*, which is no longer the pre-tort relationship between the parties intended to be plaintiffs and the defendants, but rather the relationship between the holding company and its subsidiary[137]. The parent company's obligation does not derive from its conduct towards the employees of the subsidiary, but from its "omission to take steps or [g]ive advice"[138] to the subsidiary in breach of its duty of care. Therefore, to establish a duty of care, a direct relationship between the

127 - Chandler v. Cape Plc [2012] EWCA 525, 1313 (Eng.).

128 - Palombo, *supra* note 14, at 464.

129 - *Id.*

130 - *Id.*

131 - Chandler v. Cape Plc [2012] EWCA 535, 1308-09 (Eng.).

132 - *See* Martin Petrin, *Assumption of Responsibility in Corporate Groups: Chandler v. Cape plc*, 76 Mod. L. Rev. (2013); Palombo, *supra* note 14, at 466 (citing Vijay Ganapathy, *Stretching the Boundaries of Duty of Care*, J. Pers. Inj. L., 28, (2013)).

133 - Chandler v. Cape Plc [2012] EWCA 535, 1313 (Eng.).

134 - *Id.*

135 - Palombo, *supra* note 14, at 465.

136 - Chandler v. Cape Plc [2012] EWCA 535, 1313. (Eng.).

137 - *Id.* at 1311-13.

138 - *Id.* at 1313.

holding company and the employee seems to no longer be necessary[139].

In this situation, it is clear that the duty of care does not arise from the relationship between the employee and the holding company because there were not relevant relationships between them. The duty of care instead stems from the relationship between the subsidiary and the holding company[140]. Hence, the *Chandler* test will not apply to the third parties[141]. *Chandler* founded that the duty of care derives from the parent company and subsidiary relationship rather than that of the employer or employee [142].

The precedent of the House of Lords confirmed *Chandler's* liberal reading in *Lubbe*, the first and only case of the House of Lords where the majority declared the possibility of making a multinational parent company liable for the torts committed by its international subsidiary[143]. In this case, Lubbe and other employees worked for Cape, a South African subsidiary of a United Kingdom holding corporation. Asbestos materials seriously injured the employees and other third parties[144]. They sued the holding company in the United Kingdom for its subsidiary's breach of direct duty of care toward tort victims. Certain plaintiffs were not employees in this case, but were third parties who were victims of asbestos. In particular, Lord Bingham of Cornhill described the *Lubbe* claim as "not against the defendant as the employer of that plaintiff... [but] [r]ather... [a]gainst the defendant as a parent company"[145]. The House of Lords did not discuss the basic issue of corporate law and settled the case based on conflict of law grounds; it has already recognized that a holding company may have a direct duty of care to the tort victims of its subsidiary, including both employees and third parties, in such unique circumstances, without making distinction between the plaintiffs[146]. Therefore, while *Chandler* does not provide a direct duty of care to third parties, human rights litigators have cause to argue that this direct duty of care should be extended to any victim of human rights[147].

Although *Chandler* does not clearly state that multinational corporations have a duty of care, there are reasons to believe that such a duty exists[148]. The House of Lords has already established the grounds for the direct duty of care of the parent company towards the subsidiary's employees in *Lubbe*[149]. In addition, in *Newton-Sealey*, an international factor was included in the corporate structure since the parent company was incorporated in the United Kingdom and the subsidiary was based in New Jersey[150]. One of the applicant's essential claims was that the court should not apply unjust New Jersey law to the British parent company[151].

Therefore, in the absence of a statement in *Chandler* by the Court of Appeals, separating the case from *Newton-Sealey* and *Lubbe* on the grounds that Cape's parent and subsidiary companies were both incorporated in the United Kingdom, litigators in the field of human rights try to extend *Chandler* to any holding company incorporated in the United Kingdom with subsidiaries, whether domestic or international[152].

139 - Palombo, *supra* note 14, at 465–66.

140 - *Id.*

141 - Chandler v. Cape Plc [2012] EWCA 535, 1311-13 (Eng.).; Lubbe v. Cape Plc [2000] (HL) 41 (UK).

142 - Palombo, *supra* note 14, at 465-66.

143 - Lubbe v. Cape Plc. [2000] (HL) 41 (UK).

144 - *Id.*

145 - *Id.*

146 - *Id.*

147 - Palombo, *supra* note 14, at 467.

148 - *Id.* at 469.

149 - *Id.*

150 - Newton-Sealey v. ArmorGroup Services Ltd. [2008] EWHC (QB) 233 (Eng.).

151 - *See* Robert McCorquodale, *Waving Not Drowning: Kiobel Outside the United States*, 107 AM. J. INT'L L. 846 (2013); Newton-Sealey v. ArmorGroup Services Ltd. [2008] EWHC (QB) 233 (Eng.); Lubbe v. Cape Plc. [2000] (HL) 41 (UK).

152 - Palombo, *supra* note 14, at 468.

There are many explanations for assuming that *Chandler* has extraterritorial applicability[153]. All previous cases relating to the duty of care of a holding company, including the House of Lords' leading decision in *Lubbe*, concern multinational companies, and there is no reason to believe that *Chandler* is not applicable to all multinational companies which comply with the *Chandler* test[154]. The proximity between the holding and subsidiaries has little to do with the geographical proximity, but rather has to do with whether or not the holding company's business is closely related to the activities of the subsidiary, so that the holding company is aware of, or should be aware of, the activities carried out by the subsidiary and their future consequences[155].

The Hague District Court considered the applicability of *Chandler* to third parties and concluded that third parties do not comply with the *Chandler* test because they are not proximate to the parent company[156]. *Chandler* has never been applied to a third-party tort victim by any English court[157]. There are many reasons, however, to believe that *Chandler* applies to third parties, as the duty of care appears to no longer rely on the relationship between the employer and employee, but instead on the relationship between the subsidiary and the holding company[158], as can be interpreted from the *Chandler's* requirement of proximity[159].

The UK courts have also heard many such cases against domestic parent companies in the tort claims related to human rights violations[160]. In *Sithole v. Thor*, by reviewing the parent company's failure to prevent mercury poisoning among employees at a mining subsidiary in South Africa, the English Court of Appeals established its jurisdiction[161]. Similarly, the case of *Connelly v. RTZ* has indicated that British courts would exercise jurisdiction over domestic parent companies where foreign subsidiaries, which caused damages abroad, have enforced the parent company's policies[162]. In *Guerrero v. Monterrico Metals*, the English High Court also found jurisdiction over the alleged assault, torture, and detention of protestors by Peruvian police at a subsidiary mining site in Peru[163]. The court concentrated on the parent company's duty to prevent harm[164]. In *Motto & Ors v. Trafigura*, because a British arm of the metals and energy corporation chartered the ship that brought the waste to Africa, the English High Court took jurisdiction over the claims of 30,000 people from the Ivory Coast for disease, arising from exposure of radioactive waste[165].

B. Piercing the Multinational Corporation Veil Based on the US Alien Tort Statute

One of the United States legal attempts to hold the parent company responsible for the violations committed by its subsidiary was to interpret the U.S. Alien Tort Statute (ATS) as referring to customary international law and its applicability to multinational corporations. This attempt was only marginally successful after the US Supreme Court ruled in favor of Royal Dutch Petroleum in *Kiobel v. Royal Dutch Petroleum* and against the human rights victims[166].

153 - *Id.* at 468.

154 - *Id.*

155 - Nicola Jägers, Katinka Jesse & Jonathan Verschuuren, *The Future of Corporate Liability for Extraterritorial Human Rights Abuses: The Dutch Case Against Shell*, 1 Am. J. of Int'l L. 36-41 (2014).

156 - Chandler v. Cape Plc [2012] EWCA 525 (Eng.).

157 - Palombo, *supra* note 14, at 469.

158 - *Id.* at 476

159 - Chandler v. Cape Plc [2012] EWCA 525 (Eng.).

160 - Richard Meeran, *Accountability of Transnationals for Human Rights Abuses*, New L. J. 1706, 1706-07 (1998).

161 - Sithole v. Thor Chemicals Holdings Ltd., [1999] 09 LS Gaz R 32, CA, (The Digest) 236 (Eng.).

162 - Connelly v. RTZ [1997] (HL) 30 (UK); Lubbe v. Cape Plc [2000] (HL) 41 [2000] 4 (All Eng. Rep.) 268, 271-72 (UK).

163 - Guerrero v. Monterrico Metals [2009] EWHC (QB) 2475 (Eng.).

164 - *Id.*

165 - Motto v. Trafigura Ltd. [2001] EWCA (Civ) 1150 (Eng.).

166 - Palombo, *supra* note 14, at 455.

US litigators have argued that the ATS extends to multinational corporations and, through the term *law of nations,* refers to customary international law. Hence, multinational corporations should be held responsible for breaches of customary international law committed by their subsidiaries in developing countries[167].

Although ATS claims were initially made against individuals[168], 200 ATS cases have been brought against transnational corporations since the 1990s for their roles, usually vicarious, in breaching customary international human rights norms in countries hosting business activities[169]. Thus, although its effectiveness has sometimes been questioned, the ATS has been an indispensable legislation for non-citizens pursuing remedies for harm caused by breaches of international law norms by MNEs[170].

The Supreme Court ruled in *Sosa v. Alvarez*[171] that the ATS is a jurisdictional act which does not constitute a cause of action based on customary international law[172]. It does, however, entitle claimants to bring a suit before the court for a breach of customary international law on the basis of a common law cause of action, irrespective of where the breach occurred or the nationality of the defendant. The arguments put forward against multinational companies were therefore based, in part, on breaches committed under common law torts, but also under violations of customary international law[173]. The Court found that the ATS was a statute of jurisdiction; hence, federal courts must use their authorities of common law to distinguish claims for violations of international law norms that are clearly established and universally accepted as serious international law violations, *i.e.*, customary international law[174].

Although in some cases involving private persons, this approach was successful[175], when determining the question of whether customary international law and the ATS are applicable to foreign corporations, the US Court of Appeals for the Second Circuit and the United States Supreme Court in *Kiobel* both ruled in favor of the multinational company[176].

Several doctrines have been established by American case law, making it impossible to bring lawsuits involving international defendants. First, International defendants must have "minimum contacts" to meet the provisions of personal jurisdiction with the forum state[177]. Second, where there is an alternative venue that is more closely related to the case, the *forum non-convenience* doctrine could prohibit a case from going to federal court[178]. Third, in fact, the doctrine of "non-justiciability" complicates the application of the ATS. A judge may dismiss a case based on this doctrine concerning a "political" issue[179].

1. ATS Jurisdictional Limitations

In *Kiobel*, Nigerian nationals residing in the United States sued Dutch, British, and

167 - William S. Dodge, *Corporate Liability Under Customary International Law*, 43 Geo. J. Int'l L. 1045 (2012); Tyler Giannini & Susan Farbstein, *Will Kiobel be Just an Aberration?,* 160 U. Penn. L. Rev. 100 (2011).

168 - *See* Richard M. Buxbaum & David D. Caron, *The Alien Tort Statute: An Overview of the Current Issues*, 28 Berkeley J. Int'l L. 511, 513 n. 5 (2010).

169 - Skinner, *supra* note 21, at 1801.

170 - *Id.* at 1863.

171 - Sosa v. Alvarez-Machain, 542 U.S. 692 (2004).

172 - *Id.* at 724.

173 - *Id.* at 725.

174 - *See* Kiobel v. Royal Dutch Petroleum Co., No. 02 Civ. 7618 (S.D.N.Y. Mar. 31, 2004).

175 - *See, e.g.,* Sarei v. Rio Tinto, 671 F.3d 736, 744 (9th Cir. 2011).

176 - *See Kiobel*, No. 02 Civ. 7618.

177 - International Shoe Co. v. Washington, 326 U.S. 310, 316 (1945).

178 - Patrick J. Borchers, *Conflict-of-Laws Considerations in State Court Human Rights Actions*, 3 U.C. IRVINE L. REV. 45, 59-60 (2013).

179 - *See* Ugo Mattei & Jeffrey Lena, *U.S. Jurisdiction over Conflicts Arising Outside of the United States: Some Hegemonic Implications*, 24 Hastings Int'l & Comp. L. Rev. 381, 385-86 (2001).

Nigerian companies under the ATS. They alleged that because of their violations of the laws of nations in Nigeria, the companies aided and helped the Nigerian government. A two-step decision was made by the Second Circuit Court and the Supreme Court of the United States[180]. Procedurally speaking, the Second Circuit first denied the complaints' claim because it found that under the ATS, companies could not be held liable[181]. Then, the Supreme Court ruled in favor of the multinational corporation based on the presumption against extraterritoriality, that the ATS should only refer to breaches occurring within United States territory[182]. Ultimately, the Supreme Court held that ATS allegations of violations of customary international law, that arise oversees, are protected by a presumption against extraterritoriality. The Supreme Court held that plaintiffs could "overcome the presumption by showing that a claim "touch[es] and concern[s]" the United States' territory with enough force; however, a business' presence in the United States is not alone sufficient to overcome the presumption"[183].

In January 2014, the Supreme Court maintained in *Daimler AG v. Bauman* that the strict general jurisdiction criterion could also be met by ATS litigation[184]. An additional challenge was created by the Supreme Court for those who might seek a remedy in US courts against transnational corporations. In *Daimler AG v. Bauman,* the Supreme Court ruled that the courts do not assert general personal jurisdiction over an enterprise that is not headquartered or within its jurisdiction based on the due process, even though the company did substantial business there directly or through a subsidiary[185].

The Court noted that general personal jurisdiction could only be exercised in a country or state where the company is effectively "at home", but it added that a court could determine the actions of a company in its entirety in assessing the home of a company, looking both nationally and internationally, taking into account that a company cannot be at home in many countries[186]. Thus, *Bauman* restricts the ability of victims of human rights abuses overseas to pursue lawsuits against corporations in the US courts, which are not headquartered or have their principal places of business in the United States; however, as practiced for years, participate in a substantial and continuous activity in the United States[187].

A foreign parent company is subject to a state jurisdictional authority for "minimum contacts" with the United States[188]. "Minimum contacts" is defined by the parent company's business presence by way of its operations and sufficient nexus[189]. The parent company would not avail itself to the state jurisdiction based on a fact that it is the only shareholder of the subsidiary company[190]. The parent company's engagement in that jurisdiction should be a "continuous and systematic general business" presence[191].

The Eleventh Circuit determined in *Doe v. Drummond Co.*[192], that US corporate status was relevant to the *Kiobel*'s "touch and concern" test since the extraterritorial

180 - Ma Ji, *supra* note 7, at 414.

181 - Kiobel v. Royal Dutch Petroleum Co., 621 F.3d 111 (2d Cir. 2010).

182 - *Id.* at 108 (2013).

183 - *Id.* at 119, 124-25.

184 - Daimler AG v. Bauman, 134 U.S. 746 (2014).

185 - *Id.* at 761-62.

186 - *Id.*

187 - Borchers, *supra* note 180, at 46.

188 - *Int'l Shoe Co.*, 326 U.S. at 310.-

189 - Bank of Am. v. Whitney Cent. Nat'l Bank, 261 U.S. 171, 173 (1923).

190 - *See* Cannon Mfg. Co. v. Cudahy Packing Co., 267 U.S. 333, 337-38 (1925).

191 - Helicopteros Nacionales de Colombia, S.A. v. Hall, 466 U.S. 408, 416 (1984).

192 - Doe v. Drummond Co., 782 F.3d 576, 583, 584 (11th Cir. 2015).

application could be alleviated or inapplicable, provided that the court would not be requiring foreign citizens to defend themselves in US courts[193]. The complainant brought an action in *Drummond* on behalf of more than 100 Colombian people killed in an armed conflict with a Colombian paramilitary organization, Autodefensas Unidas de Colombia, and filed a case against some defendants, including a coal mining company based in Alabama[194]. The ATS claim alleged that US citizens, outside of the United States, aided and abetted or contributed to violations of human rights[195]. The court recognized that relying on both direct and indirect liability theories, the plaintiffs could make charges against companies[196]. While the court considered defendant's US citizenship and corporate status, US interests included in the claims, and alleged US actions were significant in determining the claims "touch and concern" the United States, however, the court found that the factors were not sufficient to displace the presumption against extraterritoriality[197].

The complainants appear to focus on ATS as a remedy for human rights violations. In October 2018, the Ninth Circuit ruled that Nestlé and Cargill employees could sue the corporations under the ATS for slavery labor claims[198]. While the lawyer of the plaintiffs claimed that these allegations "touch and concern" the United States, where the headquarters of Nestlé was in the United States, Nestlé claimed that the lawsuit was barred because the emphasis was on an accident that occurred in the Ivory Coast, not the allegation of aiding and abetting that happened in the United States[199]. Thus, the appellate judges' decision in favor of the plaintiffs suggests that the circuit split is likely to proceed with respect to the dual issues of whether a particular tort is actionable under the ATS and suitable defendants under the ATS are domestic entities.

The court also reduced the corporate responsibility under the statute in *Jenser*, the most recent Supreme Court decision concerning the ATS. The petitioners, victims wounded or killed in overseas terrorist attacks, tried to make the Arab Bank, a Jordanian organization with a branch in New York, responsible for its role in facilitating or causing said terrorist attacks[200]. The majority framed its consideration on assessing if international law demonstrated a norm – such as the norm established in *Sosa* – making corporations liable for human rights abuses, and weighing if Congress would be the best authority to decide on a corporate liability issue[201]. Ultimately, the majority looked at ATS's terminology and intent to reject corporate responsibility, arguing that under ATS, foreign claimants could not sue foreign companies[202]. Notably, the Court failed to directly bar the ability to raise lawsuits against domestic companies for foreign human rights abuses[203]. The majority opinion of the Supreme Court in *Jesner* greatly restricted foreigners' right to bring lawsuits against corporate defendants because, under the ATS, the majority ruled that foreign companies are not eligible defendants[204]. The majority refrained from determining conclusively whether domestic companies were acceptable defendants[205]. Corporate civil liability, however, allows foreign employees to bring cases under ATS against parent companies.

193 - *Id.* at 593-94.

194 - *Id.*

195 - *Id.*

196 - Imperial Chem. Indus. v. Comm'n, Case 48/69, 18 E.C.R. 619, at 628 (1972).

197 - *Id.*

198 - David S. Bakst, *supra* note 93, at 342.

199 - *Id.* at 344.

200 - Jesner v. Arab Bank, PLC., 138 U.S. 1386, 1386 (2018).

201 - *Id.*

202 - *Id.*

203 - *Id.*

204 - *Id.* at 1399.

205 - *Id.*

The *Kiobel* concerns of extraterritorial application are not applicable to suits against domestic parent companies because traditional definitions of tort liability relate the parent corporation to its subsidiaries' overseas actions. The dissent, however, criticized the majority for categorically absolving the foreign corporations' liability under the ATS[206]. The dissent argued that the first section of *Sosa* was misapplied by the majority when the majority questioned if there was "a specific, universal, and obligatory norm of corporate liability"[207]. In comparison, "norm-specific first step" of *Sosa* focuses on fundamental international law norms that prohibit such conduct[208]. The dissent described the inquiry as to whether the statute demonstrates any justification to differentiate between corporations and a natural person who supposedly violated the norm of nations, rather than whether the international law demonstrated a specific and universal standard of corporate responsibility[209]. The Circuit is divided over ATS jurisdiction, and an ongoing dispute over whether the ATS generally extends to all individuals and legal persons is followed by post-*Kiobel* litigation[210]. The Circuit courts diverged over how to define the ATS's scope after the court foreclosed the right of the plaintiffs to bring a lawsuit against a foreign company because the company lacks adequate connections to US soil[211]. The question at hand was if companies may be defendants under the ATS. It is not clear, however, whether companies are subject to lawsuits under the ATS and how MNEs can be held responsible for the actions of their offshore subsidiaries after *Kiobel,* as such necessitating more discussion[212].

The Court of Appeals for the Fourth Circuit ruled in *Al Shimari v. CACI Premier Technology, Inc.*[213], that the ATS provided a cause of action even when the actions happened on a foreign soil because: (1) the alleged torture happened in a U.S. government-operated military facility and was committed by U.S. civilians hired by the defendant; (2) the defendant was a U.S. corporation; (3) the U.S. Department of the Interior provided a performance contract for the defendant's to execute interrogations at Abu Ghraib[214]. The court observed that further litigation would still not intervene with the international policy due to granting jurisdiction under the ATS since the political branches had already stated that the United States would not tolerate acts of torture[215].

There are other legal challenges to bring a lawsuit against multinational corporations to hold them liable for their role in human rights violations abroad, in addition to the restrictions raised earlier. The doctrines of forum non-convenience, conflict of law and choice of law, unsettled standards relating to vicarious liability, litigation costs, and the inability of prevailing claimants to recover attorney fees are other procedural legal obstacles. There are also several practical obstacles to the investigation, collection of evidence, and securing visas to allow victims and witnesses to come to the United States to testify. For cases of human rights brought under state tort law, which may be the only open forum available for some cases after *Kiobel*, statutes of limitations, choice of law, and forum non-convenience may raise far more severe challenges than they do under federal law[216].

In sum, if the ATS was to hold MNEs liable for

206 - *Jesner*, 138 U.S. at 1386.

207 - *Id.*

208 - *Id.* at 1420.

209 - *Id.*

210 - *See* Heather Cohen, *The Drafters Knew Best: Corporate Liability and the Alien Tort Statute*, Opinio Juris (Sept. 14, 2017), http://opiniojuris.org/2017/09/14/the-drafters-knew-best-corporate-liability-and-the-alien-tort-statute.

211 - *See* Skinner, *supra* note 21, at 197-200.

212 - Ma Ji, *supra* note 7, at 416.

213 - Al Shimari v. CACI Premier Tech., Inc., 758 F.3d, 516 (2014).

214 - *See id.* at 529-31.

215 - *Id.* at 530.

216 - Skinner, *supra* note 21, at 159–63.

their offshore subsidiaries' actions, it should be applied under the presumption against the extraterritorial application referred in *Kiobel* and the personal jurisdiction clause referred in *Daimler*[217]. Furthermore, it could displace presumption against extraterritorial application by binding the parent company to the subsidiaries' actions by modes of tort liability, which could displace presumptions against extraterritorial application. Theories of superior or agency liability, the duty of care or control, prevent companies from being free of responsibility for acts within their supply chains[218]. It would encourage caution to avoid ignorant operating procedures by directly connecting companies to their subsidiaries failures and instead provide an appropriate avenue to plaintiffs seeking remedies from parent companies[219]. Provided that making domestic parent corporations responsible for their foreign subsidiary's commissions or omissions would not mean either implication of the *Kiobel* presumption against extraterritoriality or unduly surprise the corporate defendants. Courts should consider domestic parent corporations as appropriate defendants for human rights abuses under the ATS.

2. ATS Substantive Limitations

The most critical substantive obstacle is the limited liability doctrine of a parent company, especially in conjunction with the dynamic nature of transnational entities, making it possible for those corporations to operate internationally through subsidiaries to externalize the risks and gain the benefits.

The Court of Appeals for the Second Circuit ruled in *Filartiga v. Pena-Irala*[220], that when a foreign citizen sued for a breach of the law of nations, the ATS permitted federal jurisdiction[221]. The court looked at different international agreements in applying the edge of the law of nations to confirm the universal conviction of torture. Lastly, the court declared that the law of nations "may be ascertained by consulting the work of jurists, writing professedly on public law; or by the general usage and practice of nations; or by judicial decisions recognizing and enforcing that law"[222]. The court adapted a jurisdictional standard for the law of nations which stated that: "It is only where the nations of the world have demonstrated that the wrong is of mutual, and not merely several, concern, by means of express international accords, that a wrong generally recognized becomes an international law violation within the meaning of the statute"[223]. Finally, given that the modern international law and the international community prohibited torture, the court found that torture fits inside the law of nations[224].

In *Sosa v. Alvarez-Machain,* the Supreme Court ruled that the ATS action must "rest on a norm of international character accepted by the civilized world and defined with a specificity comparable to the features of the [eighteenth century] paradigms we have recognized" in determining whether the courts should consider new, enforceable international norms in an ATS lawsuit[225]. *Alvarez-Machain* cited two international agreements, "the Universal Declaration of Human Rights" and "the International Covenant on Civil and Political Rights (ICCPR)", attempted to demonstrate that the prohibition against arbitrary arrest considered as binding customary international law[226]. Nevertheless, none of

217 - Ma Ji, *supra* note 7, at 417.

218 - *See Kiobel*, 621 F.3d 111 at 297.

219 - *See* Brian Seth Parker, *Applying the Doctrine of Superior Responsibility to Corporate Officers: A Theory of Individual Liability for International Human Rights Violations*, 35 Hastings Int'l & Comp. L. Rev. 1, 26 (2012).

220 - Filartiga v. Pena-Irala, 630 F.2d, 876 (1980).

221 - *Id.* at 887.

222 - *Id.* at 880.

223 - *Id.* at 888.

224 - *Id.* at 884.

225 - *Alvarez-Machain*, 542 U.S 642 at 725.

226 - *Id.* at 735.

these agreements generated enforceable commitments for the United States[227] and there was not a binding international law or binding customary norm[228]. Finally, the Court ruled that the simple unlawful detention for less than one day, followed by a lawful transfer to authorities, did not infringe the international law norm[229].

While the *Sosa* precedent requires an international consensus on the violated norm, it does not require an international consensus on corporate liability[230]. The dissent looked at States' collective and individual enforcement actions to infer that corporations are subject to certain international law obligations recognizing that various international agreements compel State parties to hold companies liable for certain actions[231].

In *Kiobel,* the court first challenged the governing law to decide whether corporate responsibility is governed by international or domestic law. It then determined the corporate liability based on international law by considering tribunals, international treaties, and academic works[232]. The Second Circuit held that all adjectives, and substantive principles of liability, must find their roots in the norms of international law[233]. In addition, the Second Circuit Court in *Kiobel* applied such requirements only to those that are "specific, universal and obligatory" by extending *Sosa*[234]. The court found that no specific and universal rules provide that companies can held liable within any ATS context[235].

Finally, the court considered a few aiding and abetting outliers that fell well short of "specific, universal and obligatory", ended ATS corporate and MNEs liability[236]. Therefore, at least in the Second Circuit, only individuals are covered by international law norms and ATS liability[237].

However, US parent companies should reasonably anticipate the risk of their violations within their supply chains, based on the recent domestic and international drive for regulatory disclosure and due diligence. Hence, the parent companies should be held liable for breaches when they ignore the duty of care that is owed to the employees within their supply chains. Corporate social responsibility for international corporations, of which the United States is a member, is effectively trending and topically at the forefront[238]. Domestically, under some circumstances, the United States has previously expressed a tendency to hold corporations liable for human rights violations[239].

The United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights serves as an indication of a common body of necessary rights but whose breaches are likely to fail the *Sosa* test to become actionable tort offense under the ATS[240]. The narrow *Sosa* standard prohibits ripe claims from being considered by US courts and prohibits serious violations from gaining jurisdiction.

It is worth referring here to the latest decision in *Doe v. Unocal Corp*. of the Superior Court of California, County of Los Angeles[241]. In an earlier judgment the court ruled that

227 - *Id.* at 734-35.

228 - *Id.* at 736.

229 - *Id.* at 738.

230 - *Id.*

231 - *Alvarez-Machain*, 542 U.S at 642.

232 - Ma Ji, *supra* note 7, at 397.

233 - *Id.*

234 - *Kiobel*, 621 F.3d 111 at 141.

235 - Ma Ji, *supra* note 7, at 397.

236 - *Id.* at 415.

237 - *Id.*

238 - *Sustainable Development Goals*, U.N., https://sustainabledevelopment.un.org/sdgs (last accessed Apr. 19, 2019).

239 - Richard L. Herz, *The Liberalizing Effects of Tort: How Corporate Liability Under the Alien Tort Statute Advances Constructive Engagement*, 21 Harv. Hum. Rts. J. 207, 224 (2008).

240 - *See* Skinner, *supra* note 21, at 1815.

241 - Doe I v. Unocal Corp., Nos. BC 237 980, BC 237 679 (Sup. Ct. Cal. Sept. 14, 2004).

the parent and its subsidiary companies were not alter egos and the corporate veil was maintained[242]. Nonetheless, the court ruled that trial could continue under other indirect liability paths, including agency or enterprise theories[243]. It clarified that agency and alter ego responsibility were distinct terms[244], and the former allowed the claimant to argue that the parent retained a lower degree of control that did not dissolve the separate identity of the subsidiary[245]. The case was settled, and the court's premise remained untested[246].

IV. Expanding Piercing the Corporate Veil Doctrine to Hold MNEs Liable Under ATS

A. Standard of Control

In *Sinaltrainal v. Coca-Cola Co.*, plaintiff labor leaders were reportedly imprisoned against their will, tortured, and some of them were executed in retaliation for previous labor activism in Colombia[247]. The bottlers, one of whom was Bebidas y Alimentos de Urab, collaborated with militia forces[248]. Four thousand Colombian trade unionists have been killed since 1986[249]. The plaintiffs tried to hold Coca-Cola Colombia and its parent, Coca-Cola Co. liable, as a US entity[250]. Coca-Cola Colombia had contracts with the bottlers[251]. The court held that the contracts only gave Coca-Cola the right to secure the trademark, not a day-to-day power that could allow ATS to reach up to the corporate chain and hold the parent liable[252].

In *Amoco Cadiz*, the United States District Court for the Northern District of Illinois found the parent company, Standard Oil Company (Standard), liable for the negligence of its two subsidiary companies, Amoco Transport Company (Transport) and Amoco International Oil Company (AIOC)[253] for the oil pollution in French waters[254]. The court ordered three companies to compensate the Republic of France[255]. In deciding the case, the court applied the duty of awareness and due diligence of the subsidiaries to the parent company holding the Standard liable[256]. The cornerstone of this conclusion was that Standard was a parent corporation of a multinational company[257]. Two subsidiaries were wholly owned by the parent company[258] and were under the control of the parent company in such a manner that they were part of Standard's "mere instrumentalities"[259]. Standard was engaged in the exploration, production, refining, transportation, and selling petroleum products through subsidiaries[260]. Standard was also responsible for the corporation's tortious actions[261].

The judgment of the court, finding the parent company liable, was based on the multinational corporation's realities. A parent company may be directly involved in its subsidiary's negligence by its participation in the wrongdoings or indirectly through exercising managerial control over

242 - Doe II v. Unocal Corp., Nos. BC 237 980,-BC 237 679, at 3. (Sup. Ct. Cal. Sept. 14, 2004).

243 - *Id.* at 6.

244 - *Id.* at 3.

245 - *Id.* at 7.

246 - *Id.*

247 - Sinaltrainal v. Coca-Cola Co., 578 F.3d 1252, 1258 (11th Cir. 2009).

248 - *Id.* at 1257-58.

249 - *Id.* at 1265.

250 - *Id.* at 1257.

251 - *Id.* at 1259.

252 - *Id.* at 1259, 1270.

253 - *In re* Oil Spill by Amoco Cadiz off Coast of France, No. 376, 1984 U.S. Dist. LEXIS 17480, at *136 (N.D. Ill. Apr. 18, 1984).

254 - *Id.* at 136.

255 - *Id.* at 139.

256 - *Id.* at 135-36

257 - *Id.* at 136.

258 - *Id.*

259 - *In re Oil Spill*, LEXIS 17480, at *136.

260 - *Id.* at 135-36.

261 - *Id.*

the corporate group[262]. The court applied the duty of awareness and due diligence of the subsidiaries to the parent company to hold Standard liable[263]. The basis of the court's judgment holding Standard liable for the negligence of two subsidiaries was based on the fact that the subsidiary's activities were actively controlled by the parent company. While "piercing the corporate veil" was not explicitly expressed by the court, the decision finding the corporate liable on the grounds of control, suggests the real piercing of the corporate veil.

One may infer from the opinions of some cases, such as *Coca-Cola* and *Amoco,* that daily or weekly control obtained through a contract is adequate for ATS purposes. If MNEs have a detailed contract with their subsidiaries and control their subsidiaries with such a detailed contract, the corporate veil piercing may extend to keep multinational corporations liable for the tortious activities of their offshore subsidiaries.

B. The Standard of Operation

In *United States v. Bestfoods,* whether the subsidiary was either an "owner" of the site or a "operator" of the individual who committed the violations, the court ruled that the parent is responsible for Superfund cleanup costs[264]. It is a federal question as to who decides who is an "operator" with courts borrowing veil-piercing regulations from state laws[265].

Justice Souter stated in Bestfood that "[t]he questions is not whether the parent operates the subsidiary, but rather whether it operates the facility which the subsidiary owns"[266]. The parent operated the facilities, whether it controlled, managed, or carried out decisions in compliance with environmental laws or operations related to the leakage or disposal of hazardous waste[267]. Many of the parent's actions are essentially an exercise of its democratic rights, such as nominating directors, engaging in strategic planning in the long term, naming principal officers, and having shared directors and officers[268]. Operation of the subsidiary is lawful and any method of operation of the subsidiary facility is lawful, and does not give rise to direct liability, such as monitoring the performance of the subsidiary, oversight of the funding and capital budget decisions of the subsidiary, and articulation of general policies and procedures is permissible and should not give rise to direct liability[269].

Under the Comprehensive Environmental Response, Compensation, and Liability Act of 1980 (CERCLA), a parent company may be responsible for a subsidiary's polluting facilities[270]. Section 9607(a)(2) of CERCLA states that any person who owns or operates a facility where a dangerous substance is released is strictly liable for all cleanup costs by the government[271]. Therefore, there were limited cases in which the parent corporation could be held personally liable. The parent may be found liable if the parent sends his workers to engage in regular or weekly operational decisions or tries to influence such decisions[272]. In this respect, under the ATS, *Bestfoods* could instruct tribunals when to pierce the corporate veil. If a multinational corporation sends its employees to directly engage its offshore subsidiary's the daily or weekly operational decisions, the doctrine of piercing the corporate veil could apply[273].

262 - Muchlinski, *supra* note 1, at 325.

263 - *Id.*

264 - United States v. Bestfoods, 524 U.S. 51 (1998).

265 - *Id.* at 55.

266 - *Id.* at 68.

267 - *Id.* at 66-67.

268 - *Id.* at 69-70.

269 - Lynda Oswald, *Bifurcation of the Owner and Operator Analysis Under CERCLA: Finding Order in the Chaos of Pervasive Control*, 72 (2) Wash. U. L.Q. 223, 281 (1994).

270 - 42 U.S.C. §§ 9601-9657 (1982).

271 - 42 U.S.C. § 9607(a)(2) (2000).

272 - Ma Ji, *supra* note 7, at 430.

273 - *Id.*

C. The Agency Standard

Agencies come in various sizes and forms; "[o]ne may be an agent for some business purposes and not others so that the fact that one may be an agent for one purpose does not make him or her an agent for every purpose"[274]. For example, a subsidiary may be the agent of its parent for claims arising from where the subsidiary operates, but not its agent for claims arising elsewhere in order to uphold veil-piercing claims. Several courts use principal-agent theories "[w]hen a court finds that a subsidiary corporation exists solely to carry out the owner's agenda, having no independent reason for its own existence, then the corporation is found to have been the mere agent or instrumentality of the owner"[275]. The corporation is disregarded, and the particular owner or the parent company is left responsible[276]. In order to invoke the theory, there must be "such domination of finances, policies, and practices that the controlled corporation has, so to speak, no separate mind, will or existence of its own, and is but a business conduit for its principal"[277].

Bauman v. Daimler Chrysler Corp., a recent ATS opinion by the Ninth Circuit Court of Appeals, shows what kind of facts may suggest an agency relationship[278]. Monitoring the subsidiary's performance, monitoring the financial decisions of the subsidiary, and articulating general policies and procedures are necessary for the parent[279]. The Ninth Circuit introduced a two-step procedure to determine if a parent has strayed beyond this accepted boundary, and the subsidiary has become the parent agent[280]. First, the agent-subsidiary must be of such significance to the parent company that the parent corporation would perform significantly comparable services if it did not have a representative[281]. Second, the parent must be allowed to control the subsidiary, but it does not need to exercise control[282]. On the basis of the "General Distributor Agreement" and the precise details in the case, the court held that, for general jurisdictional purposes, the wholly-owned US company, which acted as the general distributor in the German automakers in the United States, was the agent of the manufacturer[283]. In addition, the exercise of personal jurisdiction over German automobile manufacturer was compatible with fair play and substantial justice[284].

The Supreme Court asserted, however, that the analysis of the agency theory relied on by the Ninth Circuit was erroneous[285]. The Ninth Circuit asserted: "Anything a corporation does through an independent contractor, subsidiary, or distributor is presumably something that the corporation would do 'by other means' if the independent contractor, subsidiary, or distributor did not exist"[286]. The agency theory of the Court might subject international corporations to general jurisdiction as long as they have an in-state subsidiary that would go beyond the "sprawling view of general jurisdiction" that was rejected in *Goodyear*[287].

However, the Supreme Court has not yet

274 - 2A C.J.S. Agency § 43 (West 2014).

275 - Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson, Understanding Corporate Law 39 (3rd ed. 2009).

276 - *Id.* at 49.

277 - William Meade Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations* § 43 (West 2014).

278 - Bauman v. Daimler Chrysler Corp., 579 F.3d 1088 (9th Cir. 2009), *reh'g granted and vacated*, 603 F.3d 1141 (9th Cir. 2010).

279 - *Id.* at 1095.

280 - *Id.* at 1094.

281 - Harris Rutsky & Co. Ins. Servs., Inc. v. Bell & Clements Ltd., 328 F.3d 1127; 1135 (9th Cir. 2003).

282 - Bauman, *supra* note 278 at 1095.

283 - Bauman v. Daimler Chrysler Corp., 644 F.3d 909, 914-17 (9th Cir. 2011), *rev'd*, Daimler AG v. Bauman, 134 S. Ct. 746 (2014).

284 - *Id.* at 930.

285 - *Daimler*, 134 U.S. at 759.

286 - Bauman v. Daimler Chrysler Corp., 676 F.3d 774, 777 (9th Cir. 2011) (citing *Bauman*, 644 F.3d at 922).

287 - Goodyear Dunlop Tires Operations, S.A. v. Brown, 564 U.S. 915, 929 (2011).

analyzed whether, on the grounds of the contracts of its in-state subsidiary, a foreign company can be entitled to the general jurisdiction of a court[288]. This suggests that, for personal jurisdiction, the Supreme Court did not dispute the applicability of the principal-agent doctrine. As long as the agency's interpretation is correct, the principal-agent theory may also be used to have personal jurisdiction even though it is impossible[289]. The Supreme Court declared in a footnote in *Daimler* that an "[a]gency relationship [...] may be relevant to the existence of *specific* jurisdiction"[290]. Furthermore, "the commission of some single or occasional acts of the corporate agent in a state" can sometimes "be deemed sufficient to render the corporation liable to suit" on related claims[291]. Thus, the principal-agent rule may be used to place liability on multinational corporations for their offshore subsidiaries actions.

A big advantage of the agency theory is that it can cross several layers and make the great-grandparent corporation liable for the great-grandchild subsidiary's actions[292]. The court will look at the comprehensive agreement between them on a case-by-case basis and decide whether it should use this theory[293].

A possible challenge in defining "agency relationship" in ATS litigations is the endogenous relationship between a parent and a foreign subsidiary[294]. Corporate attorneys, mindful of this factor, warn their clients to prevent liabilities. The subsidiaries will still be sued directly if the parent company tries to control its relationship with the subsidiaries. Therefore, as long as the subsidiaries are not undercapitalized, in an otherwise inefficient manner, the company loses little from preventing the control[295]. And if the subsidiaries are undercapitalized, it falls into veil-piercing considerations[296].

In all, control, daily or weekly, or the principal-agent theory, could be possible ways to hold MNEs liable for offshore subsidiaries' acts. As for which theory to apply to pierce the corporate veil, would work on a case-by-case basis[297].

V. Conclusion

MNEs play an important role in the global economy with their international subsidiaries. Today, it is crucial to understand how best to hold MNEs liable for their international subsidiaries tortious acts. National courts, international norms and internal codes of conduct of MNEs cannot lawfully and efficiently hold MNEs responsible for their offshore subsidiaries' tortious actions[298]. Multinational corporations are under direct duties based on some multilateral conventions that impose liability on corporations[299]. Tortious actions of the subsidiary in breach of international human rights law and environmental severe violations are lines that may help to decide when parent companies can be held liable for acts of subsidiaries. For States, binding international legal "norms" establish, modify, or cancel duties for States[300]. Binding legal norms are taken mainly from conventions, such as treaties signed by States, or customary international law, composed of

288 - Ma Ji, *supra* note 7, at 432.

289 - *Id.*

290 - Daimler, *supra* note 283.

291 - *International Shoe Co*., 326 U.S. 310.

292 - Ma Ji, *supra* note 7, at 433.

293 - *Id.*

294 - Alan O. Sykes, *Corporate Liability for Extraterritorial Torts Under the Alien Tort Statute and Beyond: An Economic Analysis*, 100 Geo. L.J. 2161, 2207–08 (2012).

295 - *Id.* at 2208.

296 - *Id.*

297 - Ma Ji, *supra* note 7, at 417-35.

298 - *Id.* at 398.

299 - *See* Int'l Labour Org., *Ratifications of C105 - Abolition of Forced Labour Convention, 1957 (No. 105)*, http://www.ilo.org/dyn/normlex/en/f?p=NORMLEXPUB:11300:0::NO:11300:P11300_INSTRUMENT_ID:312250 (last visited June 1, 2019).

300 - *See* Mark E. Villiger, Customary International Law and Treaties: A Manual on the Theory and Practice of the Interrelation of Sources (2d ed., 1997).

principles that are not codified, but are still the result of "general and consistent practice of [S]tates followed by them from a sense of legal obligation"[301]. States often practice customary international rules and they regard certain rules to be binding[302].

The Guiding principles were approved by the U.N. Human Rights Council in 2011[303]. Although the Guiding Principles are not compulsory, they can be considered as persuasive to all of the U.N. members of the U.N. Human Rights Council[304] and some of these principles may become compulsory by making their way into a trade and human rights treaty when adopted by countries[305]. In addition, at some stage, the obligations of the treaty will be established as customary international law and become obligatory for countries[306].

Pillar Two of the guiding principles discusses the due diligence of businesses and businesses' due diligence responsibility to ensure that all entities in the corporate group identify human rights risks, engage actively with impacted communities, and secure disclosures of due diligence[307]. Principle 14 repeats the General Principle that all enterprises, irrespective of their size, industry, operational context ownership and structure, are bound the enterprises' responsibility to respect human rights[308].

When read in full, it seems straightforward that, while not explicitly specified, the Guiding Principles mandate countries where parent corporations are based on ensuring that complaints achieve a remedy for damages incurred by subsidiaries when they cannot seek a remedy in their own countries otherwise[309]. Although such a remedy can include a procedure that satisfies specific requirements, it is apparent from the Guiding Principles that a remedy must also provide an immediate path to securing a judicial remedy[310].

The Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) launched its Guidelines for Multinational Enterprises[311] in 2011, which encourages the business partners, including suppliers and subcontractors, to apply corporate conduct principles that are in compliance with the Guidelines[312]. Although the Guidelines are not legally binding, the Investment Committee of the OECD promotes adopting these recommendations by member countries, one of which is the United States[313]. In 2018, forty-eight countries implemented and committed to endorsing the introduction of the OECD Due Diligence Guidelines; the first government supported corporate due diligence standard for all businesses which concerns human rights risks in global supply chains[314].

The UN has recently commissioned an open-ended intergovernmental working group to establish a treaty covering the human rights

301 - Restatement (Third) of the Foreign Relations Law of the United States § 102(2) (Am. Law Inst. 1987).

302 - *See* Villiger, *supra* note 302, at 58.

303 - G.A. Res. 17/4 (June 16, 2011). *See* John Ruggie, *Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework*, Report of Special Representative of the Secretary General, U.N. Doc A/HRC/17/31, annex (Mar. 21, 2011).

304 - *See* William Thomas Worster, *The Inductive and Deductive Methods in Customary International Law Analysis: Traditional and Modern Approaches*, 45 Geo. J. Int'l L. 445, 511 (2014).

305 - Ruggie, *supra* note 305.

306 - *Id.*

307 - *See id.* at princs. 17-21.

308 - *See id.* at princ. 14.

309 - *See id.* at princs. 1-31.

310 - *See* Ruggie, *supra* note 305 at princ. 29.

311 - OECD, OECD Guidelines for Multinational Enterprises (2011), http://www.oecd.org/corporate/mne/48004323.pdf.

312 - *Id.* at 41.

313 - *See Members and Partners,* OECD.org, http://www.oecd.org/about/membersandpartners (last visited June 1, 2019) (listing thirty-seven Member countries, ranging from advanced to emerging countries); *see also* OECD GUIDELINES, *supra* note 313, at 9.

314 - *Countries Commit to Step Up Efforts to Drive More Responsible Business Conduct Through New OECD Instrument*, OECD.org (May 30, 2018), http://www.oecd.org/investment/mne/countries-commit-to-step-up-efforts-to-drive-more-responsible-business-conduct-through-new-oecd-instrument.htm.

and business enterprises' convergence[315]. In 2018, the Permanent Mission of Ecuador released the Zero Draft, a legally binding instrument to control businesses and other enterprises' transnational operations[316]. Within the framework of legal responsibility, Article 10(6) of the Zero Draft specifically indicates that those with transnational business operations are responsible for violations of human rights that occur in the context of their business operations, including "to the extent risk ha[s] been foreseen or should have been foreseen of human rights violations within its chain of economic activity"[317]. Such a treaty would serve the purpose of ensuring that victims of international business human rights violations have sufficient access to justice and remedies for harms that they incur while working[318].

Therefore, in high-risk countries with corrupt or non-functioning judiciaries, where injured individuals and populations have no means to seek remedies against the subsidiary, a normative argument can be made that those parent companies should be held liable for harm by subsidiaries operating abroad that violate international human rights norms[319].

As previously mentioned, the adverse effect of limited liability on victims of torture and human rights varies greatly from its effects on contractual actors, such as creditors. Although when money is lent to a company, the risk and potential losses are often passed on to the creditors. They are always in a more advantageous position than involuntary creditors because they come into the contractual arrangements knowingly and with a complete understanding of the risks involved. They have a voluntary relationship with an enterprise under which they gain a guarantee that all potential claims be fulfilled[320]. They can negotiate to curb the limited liability doctrine for intra-group securities or cross-guarantees[321]. Therefore, they can incorporate protective provisions in the contracts and charge excessive interest rates and cost premiums at times, thus mitigating the detrimental impact of limited liability. As a consequence, it is deemed insufficient to pierce the corporate veil to protect voluntary creditors until their intention to enter into a contractual relationship with the company has been manipulated by misrepresentation or fraud. Potential tort defendants, by contrast, are usually unable to foresee the risk of damages to them, nor pursue preventive compensatory steps. Actual victims include employees and consumers who have been harmed in the process of the business or members of the general public who have sustained an environmental or product-related injury[322]. The choice to determine the most suitable tortfeasor to hold liable could be hard, while a contract creditor may be able to ensure that the parent company secures the obligations of an offending subsidiary[323]. Therefore, claimants of tort and human rights are deemed worthy of legal protection because they can neither oversee the corporation's activities nor have contracts to avoid future risks. As a consequence, shifting the company's social risks to them is considered an inefficient way

315 - Fourth Session of the Open-Ended Intergovernmental Working Group on Transnational Corporations and Other Business Enterprises with Respect to Human Rights, U.N. Human Rights Council: Off. High Comm'r, https://www.ohchr.org/EN/HRBodies/HRC/WGTransCorp/Session4/Pages/Session4.aspx.

316 - U.N. Office of the High Comm'r for Human Rights, Zero-Draft, Legally Binding Instrument to Regulate, in International Human Rights, the Activities of Transnational Corporations and Other Business Enterprises, art. 2, ¶ 1 (July 16, 2018) [hereinafter U.N. Zero-Draft to Regulate Transnational Corporations], https://www.ohchr.org/documents/hrbodies/hrcouncil/wgtranscorp/session3/draftlbi.pdf.

317 - *Id.* at art. 10, ¶ 6(c).

318 - *Id.* at art. 2, ¶ 1.

319 - Skinner, *supra* note 21, at 1811-13.

320 - Companies & Securities Advisory Committee, Australia (CASAC), *Corporate Groups Final Report* ¶ 4.3 (May, 2000), http://www.camac.gov.au/camac/camac.nsf/byHeadline/PDFFinal+Reports+2000/.

321 - *Id.* ¶ 4.2.

322 - *Id.* ¶ 4.2.

323 - *Id.* ¶ 4.3.

of allocation[324].

The OECD confirmed that:

> The question of parent company responsibility cuts across various fields of law. It is related to the legal structure of the enterprise on one side and its economic behavior on the other. Parent companies and subsidiaries are constituted as distinct legal entities. The principle of limited liability is linked to this concept. It means that obligations are not transmitted from one corporate body to another and, therefore, each company is liable only to the extent of its assets. Economically speaking, however, parent companies and subsidiaries appear as a group and may act as a single economic entity with unified management. In this context the subsidiary, although independent in a formal sense, is bound by the instructions of the parent and has to follow the overall policy of the Group. Decisions of central management may conflict with the concerns of minority shareholders, creditors and employees of the subsidiary and affect the interests of competitors, consumers, and governments. The protection of these interests may result in substantial departure from the principle of limited liability and the 'piercing the corporate veil' of the companies[325].

Corporate law does not resolve the issue of multinationals corporations adequately. Multilateral and bilateral trade and investment agreements, major corporations and governments and governmental agreements, privatization of governmental functions for private companies, and reforms in domestic laws have all led to a legal atmosphere in which large international companies came more effectively to distribute funds and operations across borders[326]. In this way, "law becomes a factor in the production of profit-like labor and capital-to be assessed (and on account of which) business decisions will be made"[327].

For decades, litigators in the US and the UK have sought to pierce the corporate veil to hold parent corporations liable for the human rights violations of their subsidiaries. As discussed in depth, most of the lawsuits under the Alien Tort Statute against parent corporations to keep them responsible for the human rights abuses and tortious acts of their subsidiaries were ineffective because of the procedural and substantive obstacles. Such hurdles will make claims to hold multinational corporations responsible for the offshore subsidiaries' tortious actions even more challenging. In addition, as demonstrated in the recent *Daimler* case, the United States courts seem to have reverted to the original territorial restrictions. Although there are some theories that courts can use to pierce the corporate veil to hold parent companies liable under ATS, there are still many uncertainties in their application. Even under extremely exceptional situations, piercing the corporate veil exceptions accepted by *Prest* and *Adams* in the UK would be applied to cases of human rights abuses. However, *Chandler* is an example of corporate responsibility in current corporate law, which imposes a direct duty of care for the parent corporation toward the subsidiary's employee.

The Hague District Court in the *Akpan* case, which took place in the Netherlands and involved environmental violations by Royal Dutch Shell against a Nigerian farmer, referred to in *Chandler*[328]. The court interprets *Chandler* in *Akpan* as a human rights case that permits human rights victims to sue multinational corporations that violated human rights by their international

324 - Larry Catá Backer, *Multinational Corporations As Objects and Sources of Transnational Regulation*, 14 ILSA J. Int'l & Comp. L. 499, 504 (2008).

325 - OECD (1980), *International Investment and Multinational Enterprises: Responsibility of Parent Companies For Their Subsidiaries*, 3.

326 - Backer, *supra* note 326, at 504.

327 - *Id.*

328 - Akpan v. Royal Dutch Shell Plc., District Court of the Hague, 30 Jan. 2013, LJN BY 9854 / HA ZA 09-1580 (Neth.).

subsidiaries[329]. *Akpan* extends *Chandler* to third-party victims in an international context[330]. In the Netherlands, with collaboration with Milieudefensie (Friends of the Earth Netherlands), Shell Nigeria and Royal Dutch Shell PLC, its parent company, have begun actions against oil pollution victims from Shell's facilities[331]. The plaintiff alleges that, as the operator of the related plants in the Niger Delta, Shell Nigeria is liable for the pollution[332]. At the same time, Royal Dutch Shell is the parent corporation, and is thus responsible on the part of its subsidiary for the environmental damages. According to the plaintiffs, this principle of responsibility is supported by other legal frameworks, particularly US and English law, as well as Dutch law and international soft law, such as the OECD Guidelines on Multinational Enterprises and the U.N. Global Compact and Global Reporting Initiative[333]. On December 30, 2009, the Civil Court of the Hague decided that the plaintiffs were entitled to bring the case before a Dutch court[334]. This is the first time a Dutch court has recognized a jurisdiction over an international direct liability claim[335].

The laws of most Member States of the EU allow jurisdiction only where there is evidence that corporations have violated their corporate status to "pierce the corporate veil" and connect those actions of the foreign subsidiaries to their parent companies domiciled in the Member States[336]. Otherwise, most Member States of the EU rules do not permit direct control over foreign subsidiaries or jurisdiction over foreign subsidiaries of foreign parent companies[337].

Lawmakers should amend limited liability statutes and propose eliminating the prohibition of liability for parent corporations with wholly-owned subsidiaries operating overseas, especially when the subsidiary is accused of violating human rights and operating in a corrupt, inefficient, or non-independent region. It is entirely appropriate for corporations earning tax and other benefits from their use of wholly-owned subsidiaries to be held liable while their wholly-owned subsidiaries are engaged in human rights abuses[338]. This strategy would not only act as a disincentive for corporations to hide behind the corporate veil in order to violate human rights. However, it would also assure that victims are not left uncompensated of corporate violations.

Without those amendments, the corporate law rules, and those procedural obstacles, the defense of human rights victims will be negatively affected as business costs will be shifted their way. There is a presumption based on national laws or precedents, like international treaties and conventions, which can be extraterritorially applicable. The national courts are, in practice, unwilling to enforce such rules once an international case can reach them. In this respect, there is a need for exclusive reforms at the international and national levels to hold multinational corporations responsible for their extraterritorial activities in some significant tort and human rights violations.

329 - Palombo, *supra* note 14, at 468.

330 - *Id.*

331 - *See Factsheet for The People of Nigeria Versus Shell: The Course of the Lawsuit*, Milieudefensie (Dec. 2009), http://www1.milieudefensie.nl/english-/publications/The% 20course%20of%C-C20the% 20lawsuit.pdf.

332 - *Id.*

333 - Muchlinski, *supra* note 1, at 689-90.

334 - Oruma v. Royal Dutch Shell PLC (Nigeria v. Neth.), Judgment, (Dec. 30, 2009).

335 - Muchlinski, *supra* note 1, at 689; Palombo, *supra* note 14, at 460-61.

336 - Jodie A. Kirshner, *A Call for the EU to Assume Jurisdiction over Extraterritorial Corporate Human Rights Abuses*, 13 N.W. J. Int'l Hum. Rts. 1, 17-18 (2015).

337 - *Id.* at 17.

338 - Skinner, *supra* note 21, at 1780.

Judicial Review of Deferred Prosecution Agreements

A Comparative Study*

Frederick T. Davis[1]

Nous publions ci-dessous, avec son accord, un article rédigé par le professeur Frederick Davis qui enseigne à l'École de Droit de l'Université de Columbia à New York mais est également un ancien procureur fédéral américain et a dirigé pendant plusieurs années le bureau de Paris d'un des grands cabinets juridiques américains. Son étude est une comparaison détaillée des procédures de résolution négociée, telles le «DPA» anglosaxon et la «CJIP' française, principalement aux États Unis, au Royaume Uni, en France, mais aussi au Canada, à Singapour, en Australie, en Irlande, en Argentine et au Brésil. L'article analyse plus particulièrement le rôle du juge dans les différentes procédures et s'intéresse au développement de résolutions négociées coordonnées transjuridictionnelles.

Nous serions heureux de recevoir vos commentaires éventuels que nous transmettrons à l'auteur.

La RTDF remercie Frederick Davis et le Columbia Journal of Transnational Law de leur confiance.

Michel A. Perez, coéditeur

***

A Deferred Prosecution Agreement is a negotiated criminal procedure that allows individuals – and increasingly, corporations – to avoid a criminal conviction by reaching an agreement with the prosecutor to acknowledge responsibility for their acts, to make appropriate payment in lieu of fines, to modify their behavior, and often to cooperate with ongoing investigations, in return for which criminal charges are either dropped or are not brought at all. It has become a mainstay of efforts by the United States Department of Justice to combat corporate crime. The procedure has now been imitated in a few other countries and is receiving serious legislative attention in several more. While the several versions share many common features, they differ in one key respect: whether the courts have any role in reviewing an agreement reached by a prosecutor and a corporate defendant, and if so, the extent of that review. This article will review corporate Deferred Prosecution Agreement procedures in the countries that have adopted them as well as legislative schemes now being considered, and focuses on the approaches to judicial review adopted by each. The differences explored here may have a real impact on transnational criminal investigations, and this comparative study provides a useful gauge of the respective countries' traditions and principles of separation of the powers.

* This article was originally conceived by Katie Salvaggio, then a student at Columbia Law School and now an associate at Gibson, Dunn & Crutcher LLP in New York, who accomplished the early research and writing and to whom the author is greatly indebted. Students too numerous to mention have contributed to research on various parts of it, and while a list would risk inadvertent under-inclusion I am greatly indebted to all of them. A number of lawyers, including several from the countries whose laws are summarized, have kindly reviewed drafts; while I am solely responsible for the content of the article, I greatly appreciate their comments. They include Daniel Aun, Alex Carlile, Lincoln Caylor, Brandon Garrett, John Gleeson, Antoine d'Ornano, Jed S. Rakoff, Jonathan Polansky, and Robert Wyld, among others.

1 - Member of the bars of New York and Paris. B.A. Harvard (1967), J.D. Columbia Law School (1972). Served as law clerk to Henry J. Friendly, Chief Judge, United States Court of Appeals for the Second Circuit, and to Potter Stewart, Supreme Court of the United States. An elected Fellow of the American College of Trial Lawyers and of the International Academy of Financial Crime Litigators, and a Life Member of the American Law Institute. Named a chevalier of the National Order of Merit of France. Currently a Lecturer in Law at Columbia Law School.

I. Introduction

Corporate Deferred Prosecution Agreements ("DPAs") are a distinctly American phenomenon that has gained considerable traction – and caused significant controversy – in the last two decades. A U.S. Assistant Attorney General has stated that DPAs "have become a mainstay of white collar criminal law enforcement"[2] and they now constitute the predominant procedure for resolving certain kinds of federal prosecutions of corporations. At their simplest, DPAs and their cousin Non-Prosecution Agreements ("NPAs") are voluntary alternatives to traditional criminal proceedings in which the defendant – whether an individual or a corporation, although this article will focus on the latter – avoids a criminal judgment by reaching an agreement with the prosecutor to perform certain obligations, the successful completion of which will result in charges being dismissed or not even brought.

As discussed below[3], DPAs have proved to be efficient and are generally considered effective by the parties that agree to them. Clearly in response to the American initiative, a few countries have already adopted DPA procedures and implemented them, while others are exploring possible legislation to adopt them[4].

DPAs outside of the United States function much like the American original, but they all differ in one fundamental respect: While the case law in the United States is clear that judges have virtually no role in reviewing DPAs to which a prosecutor and a corporate defendant have agreed, the principal procedures now in place or under consideration elsewhere call for a judicial role – sometimes a robust one – in reviewing the substance of a proposed DPA.

This Article will review the history and procedural structure of DPAs and NPAs and the controversies they have generated in the United States with a particular focus on the issue of judicial review. It will then analyze the DPA approaches now in place in other countries as well as those under serious contemplation, with particular attention to whether such review includes an analysis of whether an agreement is "in the public interest." It will conclude by evaluating the functionality of judicial review and will consider what lessons courts, legislators and practitioners may draw from these different approaches.

A. A Short History of DPAs in the United States

When analyzing DPAs negotiated by some of the world's very largest corporations, sometimes involving billions of dollars[5], more than one commentator has noted the irony that the concept was originally conceived to provide a lifeline to disadvantaged – often poor and young –

2 - Lanny A. Breuer, Assistant Att'y General, U.S. Dep't of Just., Assistant Attorney General Lanny A. Breuer Speaks at the New York City Bar Association (Sept. 13, 2012), https://www.justice.gov/opa/speech/assistant-attorney-general-lanny-breuer-speaks-new-york-city-bar-association [https://perma.cc/DJH3-7SB7].

3 - *See infra* notes 29–38 and accompanying text.

4 - In 2019, the Organization of Economic Cooperation and Development (OECD) published a review of procedures for "non-trial agreements" adopted by parties to the OECD Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions (hereinafter "OECD Bribery Convention"), which surveys consensual criminal outcomes in force around the world, including DPAs, and notes that "[n]on-trial resolutions have become a prominent way of enforcing serious economic offenses..." Resolving Foreign Bribery Cases with Non-Trial Resolutions 3 (2019), https://www.oecd.org/daf/anti-bribery/Resolving-foreign-bribery-cases-with-non-trial-resolutions.pdf [https://perma.cc/2BHN-HXDG].

5 - For an excellent overview of DPAs and NPAs, see Wulf A. Kaal & Timothy A. Lacine, *The Effect of Deferred and Non-Prosecution Agreements on Corporate Governance: Evidence from 1993–2013*, 70 The Bus. Law. 1, 2–3 (2014). In January 2020, the Department of Justice (DoJ) announced the largest DPA settlement to date: European aircraft giant AirBus SE agreed with the DoJ, the UK's Serious Fraud Office ("SFO") and the National Financial Prosecutor of France ("NFPF") to pay over $3.9 billion to resolve foreign bribery and arms trafficking violations. Press Release, U.S. Dep't of Just., Airbus Agrees to Pay over $3.9 Billion in Global Penalties to Resolve Foreign Bribery and ITAR Case (Jan. 31, 2020), https://www.justice.gov/opa/pr/airbus-agrees-pay-over-39-billion-global-penalties-resolve-foreign-bribery-and-itar-case [https://perma.cc/C7DT-N8DA].

individuals[6]. Deferred prosecution agreements have historically been a form of "pretrial diversion" where the goal is to permit a criminal defendant, typically a first-offender, a chance to avoid a criminal conviction that could put the defendant on a downward spiral of joblessness and recidivism[7]. While there are many variants, the basic idea is that actual or potential charges against the individual are held in abeyance – deferred – while the defendant demonstrates that he has "turned a page", often with a combination of counseling and supervision.

At the successful completion of the agreed-upon period, and if the individual has honored his obligations, the prosecutor dismisses the charges. Such diversion programs have many supporters, who believe that the procedure helps to address the high – many believe grossly excessive – level of incarceration in the United States[8].

Professor Brandon Garrett, who has written extensively about corporate crime, established a comprehensive public database that identifies all the known negotiated corporate criminal outcomes[9]. As such databases show, negotiated outcomes such as DPAs far exceed the number of cases where corporations have actually gone to trial on a criminal charge[10]. The first corporate DPAs were negotiated by the Department of Justice (DoJ) in the 1990's[11], but the practice became much more widespread after 2000 when the DoJ began issuing guidelines for their negotiation and implementation[12]. There have now been dozens of corporate DPAs and NPAs[13].

B. How DPAs Work

In substance, DPAs and NPAs reached by large corporations with the DoJ[14] have virtually the same practical effects and several common structural elements. They are both carefully negotiated, heavily lawyered documents, which by the time they are made public (and in the case of DPAs, submitted to court for approval as explained in Part 2, *infra*), are clearly considered by the parties that signed them to be "final" and dispositive.

An agreement between the DoJ and the corporate defendant is publicly reported only after the parties have formally reached it and has been signed by officials for the government, by one or more officials of the corporation (and may include a corporate resolution permitting those individuals to sign for the corporation), and by outside counsel for the corporation. Several important additional documents will be

6 - *See, e.g.*, United States v. Saena Tech Corp., 140 F. Supp. 3d 11, 22–23 (D.D.C. 2015). [D]eferred-prosecution agreements were originally intended to give prosecutors the ability to defer prosecution of individuals charged with certain non-violent criminal offenses to encourage rehabilitation. At this time... deferred-prosecution agreements appear to be offered relatively sparingly to individuals, and instead are used proportionally more frequently to avoid the prosecution of corporations, their officers, and employees.
Id.; Jed S. Rakoff, *Justice Deferred Is Justice Denied*, N.Y. Rev. of Books (Feb. 19, 2015), https://www.nybooks.com/articles/2015/02/19/justice-deferred-justice-denied/ [https://perma.cc/M84S-UMES]; Jed S. Rakoff, Why The Innocent Plead Guilty and the Guilty Go Free: And Other Paradoxes of our Broken Legal System 103 (2021).

7 - *See Saena Tech Corp.*, 140 F. Supp. 3d at 22.

8 - As noted by one of the leading advocates of alternatives to incarceration, "stemming the flow of people into jail" requires "expanding alternatives to arrest, prosecution, and bail as smart ways to downsize jails." *Ending Mass Incarceration*, Vera Inst. of Just., https://www.vera.org/ending-mass-incarceration [https://perma.cc/PV2H-SE8W]. *See also* Leah Wang & Katie Rose Quandt, *Building Exits off the Highway to Mass Incarceration: Diversion Programs Explained*, Prison Pol'y Initiative (July 20, 2021), https://www.prisonpolicy.org/reports/diversion.html [https://perma.cc/UL2H-VU8Y].

9 - *Corporate Prosecution Registry*, Legal Data Lab, http://lib.law.virginia.edu/Garrett/corporate-prosecution-registry/browse/browse.html [https://perma.cc/9F34-L3VD]; *see also The FCPA Clearinghouse*, Stanford L. Sch., http://fcpa.stanford.edu/ [https://perma.cc/L7KS-G5TH].

10 - *See Corporate Prosecution Registry*, *supra* note 8 (recording 65 trial convictions and acquittals, compared to over 400 DPAs/NPAs).

11 - Kaal & Lacine, *supra* note 4, at 63.

12 - *See Corporate Prosecution Registry*, *supra* note 8 (indicating that approximately 2.3% of DPAs were dated in the 1990s).

13 - *See Corporate Prosecution Registry*, *supra* note 8 (cataloging over 400 DPAs/NPAs from 1992 to 2022 in the U.S.).

14 - This article will focus on DPAs and NPAs signed by the DoJ. The Securities and Exchange Commission (SEC) now negotiates its own DPAs, which are similar in structure to DoJ outcomes, and often joins in negotiated outcomes announced by the DoJ. *See, e.g.*, Press Release, Sec. & Exch. Comm., Tenaris to Pay $5.4 Million in SEC's First-ever Deferred Prosecution Agreement (Dec. 22, 2014), https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-112.htm [https://perma.cc/KWC8-5VSX].

attached to the DPA/NPA as Annexes or will appear in the DoJ website, often including a press release[15].

The basic agreement will include some or all of the following elements:

- In a DPA, the corporation waives grand jury presentation under Federal Rule of Criminal Procedure 7(b) and agrees to the formal filing of an Information accusing it of certain crimes, which will then be filed with the relevant District Court and appear in the public docket [16].
- The corporation agrees to the accuracy of, and to take responsibility for, a Statement of Facts, attached as an Annex; and further promises not to "make any public statement, in litigation or otherwise, contradicting the acceptance of responsibility by the Company... or the facts described in the attached Statement of Facts"[17].
- The corporation agrees to make the financial penalty payments set forth in the agreement, which are usually calibrated against the specific parameters of the Sentencing Guidelines that the parties agree are applicable to the case[18].
- The corporation agrees to implement specific compliance program enhancements, sometimes with a court-appointed (and DoJ approved) monitor, and to make regular reports to the DoJ[19].
- The corporation may agree to "cooperate" with ongoing and further investigations and prosecutions, often by providing evidence that may incriminate individuals, including officers or employees of the corporation itself, and sometimes by providing individual officers or employees to serve as witnesses[20].

If at the end of the agreed-upon term – often three years – the corporation has (in the view of the DoJ) satisfied all its obligations under the DPA, the prosecutor will seek the dismissal of the Information under Federal Rule of Criminal Procedure 48(a)[21]. Such dismissal will be "with prejudice", thus protecting the corporation against further prosecution by the DoJ[22].

By contrast, under an NPA, no charges are filed at all: An NPA is simply a contract between the prosecutor and a corporation in which the prosecutor agrees not to bring any charges if the corporation satisfies its agreed-

15 - Virtually all the DPAs and NPAs listed in the databases referenced *supra* note 8 follow this pattern. For one example, see the DPA signed by the DoJ with Alstom referenced *infra* note 16.

16 - *See, e.g.,* Memorandum in Support of Deferred Prosecution Agreement at 5, United States v. Wakemed, 2013 WL 501784, No. 5:12-CR-398-BO-1 (E.D.N.C. Jan. 31, 2013) ECF No. 13.

17 - *See* Press Release, U.S. Dep't of Just., Alstom Pleads Guilty and Agrees to Pay $772 Million Criminal Penalty to Resolve Foreign Bribery Charges (Dec. 22, 2014), https://www.justice.gov/opa/pr/alstom-pleads-guilty-and-agrees-pay-772-million-criminal-penalty-resolve-foreign-bribery [https://perma.cc/KWC8-5VSX]. Virtually identical language appears in other DPAs. This language was intended to protect the DoJ against the embarrassment of a company signing a DPA and then trumpeting its innocence, but the phrase has been interpreted by some European observers and one French court to disable a company making this representation from defending itself in other criminal proceedings against it. *See* Frederick T. Davis, *Paris Court Rules that a US FCPA Guilty Plea Precludes Subsequent Prosecution in France*, Global Anticorruption Blog (July 5, 2017), https://globalanticorruptionblog.com/2017/07/05/guest-post-paris-court-rules-that-a-us-fcpa-guilty-plea-precludes-subsequent-prosecution-in-france/#more-9529 [https://perma.cc/6QU8-8GSS].

18 - *See, e.g.,* Press Release, *supra* note 16.

19 - *See, e.g.,* Press Release, U.S. Dep't of Just., MoneyGram International Inc. Agrees to Extend Deferred Prosecution Agreement, Forfeits $125 Million in Settlement with Justice Department and Federal Trade Commission (Nov. 8, 2018), https://www.justice.gov/opa/pr/moneygram-international-inc-agrees-extend-deferred-prosecution-agreement-forfeits-125-million [https://perma.cc/87Q3-JCBL].

20 - *See, e.g.,* Press Release, U.S. Dep't of Just., Louis Berger International Resolves Foreign Bribery Charges (July 17, 2015), https://www.justice.gov/opa/pr/louis-berger-international-resolves-foreign-bribery-charges [https://perma.cc/3GLB-XSGU].

21 - *See, e.g.*, Unopposed Motion to Dismiss Information at 1, United States v. Shell Nigeria Exploration & Prod. Co., No. 4:10-cr-00767 (S.D. Tex. Nov. 20, 2013).

22 - By their terms, DPAs and NPAs do not purport to offer protection against prosecution by offices other than the DoJ. As a practical matter, subsequent and unforeseen prosecution by a state prosecuting office – assuming that it did not join in the global agreement, as is sometimes the case – is infrequent. Subsequent prosecutions by foreign prosecutors, however, do occur and raise complex issues that are sometimes discussed as "international double jeopardy." For a discussion of that topic, see generally Frederick T. Davis, International Double Jeopardy: U.S. Prosecutions and the Developing Law in Europe, 31 Am. U. Int'l L. Rev. 57, 58 (2017).

upon obligations. The protection an NPA offers is purely contractual; in the absence of a dismissal "with prejudice" there is no Double Jeopardy effect[23].

C. The Controversies

There is a significant and growing catalogue of literature about DPAs and NPAs, much of which is critical of them[24]. Some commentators complain that these agreements are unsatisfying because they allow rich corporations to buy their way out of trouble, and because they shield individual corporate wrongdoers from justice[25]. Critics also make the following points:

- There are some instances of corporate recidivism, where a corporation reached a solemn agreement – in essence promising "never to do it again" – and then repeated the conduct[26].
- There is a serious concern about whether the payment of a corporate financial penalty has any deterrent effect when its impact most directly falls on a company's shareholders, rather than on the corporate insiders who misbehaved[27].
- There are relatively few instances in which a consensual corporate disposition led to or was accompanied by successful prosecution of individuals. It is frequently pointed out, for example, that virtually no individuals were charged with violation of serious crimes relating to the Great Recession of 2007–2008, notwithstanding the fortunes lost, the lives ruined, and the belief that a number of corporations committed outright fraud and other crimes[28].
- Finally, there is a sense that corporate DPAs and NPAs are lacking in transparency because they are the result of secret negotiations between highly compensated criminal defense lawyers (many of whom used to be prosecutors) and prosecutors (many of whom may be eyeing future jobs in the large, prestigious law firms similar to those of their current adversaries), frequently on the basis of an "internal investigation" conducted by

23 - The DoJ also uses two other procedures to achieve goals like those of DPAs and NPAs. First, the DoJ occasionally engages in a so-called Pretrial Diversion Agreement with a corporation; the Justice Manual published by the DoJ provides at § 9-22.000 that a U.S. Attorney "may divert any individual against whom a prosecutable case exists" if that individual meets certain criteria, in which case the person is put "into a program of supervision and services administered by the U.S. Probation Service." U.S. Dep't of Just., Just. Manual § 9-22.000 (2019). In a wire fraud case brought in the Western District of Pennsylvania, an indicted corporate defendant and the DoJ entered into a self-styled "Agreement for Pretrial Diversion" which provided for the payment of a monetary penalty and compliance and other commitments very similar to those found in a DPA or NPA. *See* Agreement for Pretrial Diversion at 1–6, United States v. Rick Weaver Buick GMC, Inc., No. 16-cr-00030 (W.D. Penn. Jan. 15, 2019) (No. 191-1). Separately, prosecutors sometimes enter into a so-called "declination". The DoJ has recently defined a declination in the context of Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) enforcement:
A declination pursuant to the FCPA Corporate Enforcement Policy is a case that would have been prosecuted or criminally resolved except for the company's voluntary disclosure, full cooperation, remediation, and payment of disgorgement, forfeiture, and/or restitution. If a case would have been declined in the absence of such circumstances, it is not a declination pursuant to this Policy.
U.S. Dep't of Just., Just. Manual § 9-47.120 (2019). The DoJ's emphasis on the "circumstances" necessary to obtain a declination means that declinations are effectively a quid pro quo not formalized by contract, and the DoJ has stated that "declinations awarded under the FCPA Corporate Enforcement Policy will be made public." *Id.* The DoJ, of course, retains the right to resume prosecution after a declination if, for example, it discovers evidence not known at the time of declination, and in fact it has recently done so. *See, e.g.*, Press Release, U.S. Dep't of Just., SBM Offshore N.V. and United States-Based Subsidiary Resolve Foreign Corrupt Practices Act Case Involving Bribes in Five Countries (Nov. 29, 2017), https://www.justice.gov/opa/pr/sbm-offshore-nv-and-united-states-based-subsidiary-resolve-foreign-corrupt-practices-act-case [https://perma.cc/8WPE-9SGT].

24 - *See generally* Brandon L. Garrett, Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations (2016); Jesse Eisinger, The Chickenshit Club: Why the Justice Department Fails to Prosecute Executives (2017); Rakoff, *supra* note 5; Jennifer Arlen, *The Promise and Perils of Introducing Deferred Prosecution Agreements Outside the U.S.* 1–2 (NYU Sch. of L. Pub. Law Rsrch. Paper, Working Paper No. 19-30, 2019); Kaal & Lacine, *supra* note 4. All contain excellent summaries of the positions for and against DPAs and NPAs.

25 - *See supra* note 23.

26 - *See* Rakoff, *supra* note 5; *see also* Press Release, U.S. Dep't of Just., Pfizer H.C.P. Corp. Agrees to Pay $15 Million Penalty to Resolve Foreign Bribery Investigation (Aug. 7, 2012), https://www.justice.gov/opa/pr/pfizer-hcp-corp-agrees-pay-15-million-penalty-resolve-foreign-bribery-investigation [https://perma.cc/B2ME-VAP2].

27 - SEC. v. Citigroup Global Mkts., Inc., 827 F. Supp. 2d 328, 334 (S.D.N.Y. 2011); *see also infra* note 64 and accompanying text. For a discussion of how to maximize the deterrent effect of corporate prosecutions, see John C. Coffee, Corporate Crime and Punishment: The Crisis of Underenforcement 91 (2020).

28 - *See, e.g.*, Eisinger, *supra* note 23.

the defense lawyers themselves rather than by any law enforcement or other public investigative officers[29].

There is probably one principal and practical reason why DPAs and NPAs continue to be used on a frequent basis – and are being adopted or at least considered in countries outside the United States: they are efficient and effective, and achieve clear goals for both the corporations and the prosecutors involved.

- From the perspective of a corporation, negotiating a prompt outcome that avoids a criminal conviction offers compelling benefits: Under some circumstances, a corporate criminal conviction may lead to disbarment, sometimes automatic, from certain markets or businesses. In negotiations to avoid a corporate guilty plea, corporations may thus refer to a "corporate death penalty", sometimes referencing the demise of Arthur Andersen after it was indicted for accounting fraud[30]. This has sometimes been characterized as the "too big to jail" defense[31].
- Even short of a "death penalty", the pendency of a criminal indictment can be a major distraction (and public relations problem) for a company, and may have a negative impact on its publicly traded shares and its operations[32].
- More broadly, under U.S. criminal laws and procedures, corporate entities are particularly easy to prosecute and difficult to defend. The Fifth Amendment does not shield a corporation from having to turn over information or documents that may incriminate it or its officers, and in fact corporations often have affirmative disclosure obligations[33]. Corporations are often unsympathetic defendants before a jury[34]. Most importantly, U.S. laws uniquely empower prosecutors to hold a corporation criminally responsible for the acts of virtually any officer,

29 - This perspective was vigorously expressed in a French book relating to DPAs: Deals de Justice: Le Marché Américain de L'obéissance Mondialisée [Justice Deals: The American Market of Globalized Obedience] (Antoine Garapon & Pierre Servan-Schreiber eds., 2013).

30 - In 2002, the criminal conviction (later overturned) of the then well-regarded accounting firm Arthur Andersen for having aided and abetted Enron in fraudulently obscuring its accounting led to its demise – and the apparent loss of jobs for some 20,000 employees, all but a handful of whom had nothing whatsoever to do with Enron. *See* Lisa Kern Griffin, *Compelled Cooperation and the New Corporate Criminal Procedure*, 82 N.Y.U. L. Rev. 311, 322 (2007) ("[DPAs'] popularity with prosecutors has increased since the public opprobrium that followed the Arthur Andersen case, in which the conviction of the accounting firm was ultimately overturned, but not before the stigma of indictment drove it out of business entirely . . . .").

31 - *See* Garrett, *supra* note 23, at 254. This defense has its limits. In 2014, the French banking giant BNP Paribas reported that it was under investigation for alleged violations of the Trading With the Enemy Act and other prohibitions on providing financing to so-called "rogue countries" such as Iran, Sudan, and Cuba. *See* Ben Protess & Jessica Silver-Greenberg, *Two Giant Banks, Seen as Immune, Become Targets*, N.Y. Times (April 29, 2015, 8:40 PM), https://dealbook.nytimes.com/2014/04/29/u-s-close-to-bringing-criminal-charges-against-big-banks/ [https://perma.cc/979H-K5WY]. In April 2014, when reports indicated that the DoJ as well as state and federal regulators were investigating the bank, a news article noted that BNP Paribas had received assurances from state and federal regulators that it would not lose its banking license if it were convicted. *Id.* While it might appear that this was a significant victory for the bank, it was not: the bank could no longer play the "corporate death penalty" or "too big to jail" card, and two months later, the bank entered into a series of agreements that included a "holding level guilty plea", which the Deputy Attorney General emphasized was a particularly strong remedy designed to punish BNP Paribas for failing to cooperate and for allegedly attempting to cover-up its misdeeds. Press Release, Dep't of Just., BNP Paribas Agrees to Plead Guilty and to Pay $8.9 Billion for Illegally Processing Financial Transactions for Countries Subject to U.S. Economic Sanctions (June 30, 2014), https://www.justice.gov/opa/pr/bnp-paribas-agrees-plead-guilty-and-pay-89-billion-illegally-processing-financial [https://perma.cc/7SFZ-AE5H].

32 - *See* F. Joseph Warin & Andrew S. Boutros, *Deferred Prosecution Agreements: A View from the Trenches and a Proposal for Reform*, 93 Va. L. Rev. 121, 129 (2007) ("Empirical studies have shown that the mere announcement of a criminal investigation triggers a significant drop in a company's stock price.")

33 - Lisa Zornberg, *What In-House Corporate Counsel Should Know About the Fifth Amendment, Part I: The Basics*, Corp. Counsel, Oct. 22, 2019, at 2.

34 - Valerie P. Hans, *The Illusions and Realities of Jurors' Treatment of Corporate Defendants*, 48 DePaul L. Rev. 327, 352–53 (1998).

employee or agent acting even vaguely in the interests of the corporation, even when the individual defied a specific corporate policy or rule[35].

- Finally, a negotiated outcome permits a corporation to "take charge" of, and often shorten or forestall, an investigation by "self-reporting" an event, possibly one that inevitably would be discovered by authorities. The corporation can then negotiate a prompt outcome and avoid the costs and reputational impact – including a weight on stock prices – of a long running criminal investigation.

For prosecutors, negotiated outcomes offer many advantages over full-fledged criminal proceedings, to such an extent that actual criminal trials in the federal courts, particularly against corporations, have become a rarity:

- To begin, any negotiated outcome by definition avoids a trial that may be resource consuming, risky, or both. Over 97% of federal criminal matters end in a guilty plea or other negotiated outcome, thereby allowing prosecutors to expand the number of their investigations using scarce resources[36].
- More positively, prosecutors view DPAs and NPAs as tools to engage in "compliance optimization". By calibrating appropriate "carrots" (prompt and advantageous consensual outcomes) and "sticks" (prohibitively expensive or ruinous effects of an indictment or conviction), prosecutors can use negotiated corporate outcomes as a means of reforming corporate conduct and of obtaining information with which to prosecute individuals. At least since September 2015, when then-Deputy Attorney General Sally Yates introduced the eponymous "Yates Memo" on this subject, the DoJ has emphasized that corporations will not get advantageous negotiated outcomes absent "total cooperation", which must include turning over all evidence available to the corporation to show the complicity of any of its employees[37]. As one commentator has noted, negotiated corporate criminal outcomes provide a mechanism to turn "potential corporate criminals into corporate cops"[38].
- The DoJ also emphasizes that its DPAs and NPAs require corporate signatories to adopt improved compliance and reporting procedures, sometimes supervised during the pendency of the agreement by a "monitor" reporting to

35 - Charles Doyle, Cong. Rsch. Serv., R43293, Corporate Criminal Liability: An Overview of Federal Law 1 (Oct. 30, 2013), https://sgp.fas.org/crs/misc/R43293.pdf [https://perma.cc/23SD-22GW]. In contrast, many countries either have no principle of corporate criminal responsibility, or require that the prosecutor show that the individuals whose acts are attributed to the corporation either had a status where he or she could reasonably "bind" the corporation, or where seniors in the corporation – referred to in U.K. parlance as "the directing mind" – knew of and approved the conduct. *See* Arlen, *supra* note 23, at 1 (arguing that French and U.K. DPAs fail to deter corporate wrongdoing because these countries have "excessively restrictive corporate criminal liability laws that let companies profit from many crimes"); *see also* Frederick T. Davis, *Limited Corporate Criminal Liability Impedes French Enforcement of Foreign Bribery Laws*, Global Anticorruption Blog (Sept. 1, 2016), https://globalanticorruptionblog.com/2016/09/01/guest-post-unduly-limited-corporate-criminal-liability-impedes-french-enforcement-of-foreign-bribery-laws/#more-6926 [https://perma.cc/G7V4-3NUG].

36 - *See* Frederick Davis, American Criminal Justice: An Introduction 5 (2019). One commentator has stated that not only are federal prosecutors "too risk adverse", but also that "prosecutors function within understaffed, overworked bureaucracies that cannot normally undertake intensive investigations." Coffee, *supra* note 26, at ix.

37 - Sally Yates, Deputy Att'y General, U.S. Dep't of Just., Memorandum from Sally Yates for the Assistant Attorney General: Individual Accountability for Corporate Wrongdoing (Sept. 9, 2015), https://www.justice.gov/dag/file/769036/download [https://perma.cc/N74N-AKD2]. The DoJ's emphasis on individual accountability was forcefully reaffirmed in October 2021. Lisa O. Monaco, Deputy Attorney General, U.S. Dep't of Just., Deputy Attorney General Lisa O. Monaco Gives Keynote Address at ABA's 36th National Institute on White Collar Crime (Oct. 28, 2021), https://www.justice.gov/opa/speech/deputy-attorney-general-lisa-o-monaco-gives-keynote-address-abas-36th-national-institute [https://perma.cc/4YA4-BU7R].

38 - *See generally* Jennifer Arlen, *Corporate Criminal Enforcement in the United States: Using Negotiated Settlements to Turn Potential Corporate Criminals into Corporate Cops*, *in* Criminalità D'impresa e Giustizia Negoziata: Esperienze a Confronto [Corporate Crime and Negotiated Justice: Comparing Experiences] 91 (Camilla Beria di Argentine ed., 2017).

the DoJ[39]. One extended study of such agreements concluded that "N/DPAs play a significant and increasing role in improving corporate governance in the United States"[40].

- Finally, by entering into a DPA or an NPA, American prosecutors and defendants also avoid having to explain or justify their acts to a particular audience both may wish to avoid: judges.

As the next Part of this Article will show, the few attempts by judges to review the terms of DPAs and gauge whether they are "in the public interest" have been forcefully opposed by prosecutors and corporate defense lawyers – and the appellate courts have backed them up, essentially barring such review going forward. The subsequent Parts of the Article will then review the very different ways judicial review has been viewed and implemented in other countries.

II. Judicial Review in the United States

Judicial review of corporate DPAs in the United States can be succinctly summarized: There is virtually none, and certainly none relating to the basic fairness of DPAs or whether they are in the public interest. The development of the case law on this point is worth reviewing because it reflects uniquely American concepts of the respective roles of the executive and the judicial branches in the administration of criminal justice, and the remarkable extent of unreviewable prosecutorial discretion in the United States.

A. Non-Prosecution Agreements

It may be useful to begin with Non-Prosecution Agreements (NPAs). As noted in Part I.B, NPAs are nothing more than contracts between a prosecutor and a potential (but not formally accused) defendant, with nothing whatsoever filed in court. There is a consensus that there is – and can be – no judicial review of these contracts, for the simple reason that nothing is ever presented to a court, and thus there is nothing on which a judge could rule. As one judge has noted, "[e]ven a formal, written agreement [setting conditions for non-prosecution] is not the business of the courts"[41].

39 - In its published (and regularly updated) Principles of Federal Prosecution of Business Organizations, the DoJ claims that NPAs and DPAs promote efficiency and speedy restitution. They note:
[NPAs and DPAs] can help restore the integrity of a company's operations and preserve the financial viability of a corporation that has engaged in criminal conduct, while preserving the government's ability to prosecute a recalcitrant corporation that materially breaches the agreement. Such agreements achieve other important objectives as well, like prompt restitution for victims.
U.S. Dep't of Just., Just. Manual § 9-28.1100 (2020). The DoJ adds that DPAs and NPAs should be "designed, among other things, to promote compliance with applicable law and to prevent recidivism." *Id.*

40 - Kaal & Lacine, *supra* note 4, at 2–3; *see also* June Rhee, *The Effect of Deferred and Non-Prosecution Agreements on Corporate Governance*, Harv. L. Sch. F. Corp. Gov. (Sept. 23, 2014), https://corpgov.law.harvard.edu/2014/09/23/the-effect-of-deferred-and-non-prosecution-agreements-on-corporate-governance/ [https://perma.cc/85L5-QEMJ].

41 - United States v. HSBC Bank USA, No. 12-CR-763, 2013 WL 3306161, at *5 (E.D.N.Y. July 1, 2013); *see also* United States v. Saena Tech Corp., 140 F. Supp. 3d 11, 33 (D.D.C. 2015) (noting that "the Court would have little authority, if any, to review an out-of-court non-prosecution agreement between the government and a defendant"). A separate question is whether there are any restraints on their enforceability: What would happen, for example, if before the expiration of the agreed-upon period, the prosecutor filed criminal charges which the (now accused) defendant believes are not consistent with the prosecutor's promises in the NPA? Enforcing a contractual right by a motion to dismiss formal criminal charges would be difficult because publicly available NPAs are notably one-sided, leaving it to the unfettered discretion of the prosecutor to determine whether the signing corporation has met all its contractual obligations (such as total disclosure, enhancing its compliance profile, etc.), and a corporation claiming a contractual right not to be prosecuted would face difficulties sustaining such a claim. The DoJ has on several occasions used similar language in DPAs to extend a DPA's term if it felt that the agreement had not been respected by the signing corporation. *See, e.g.*, Leslie R. Caldwell, Assistant Att'y General, U.S. Dep't of Just., Assistant Attorney General Leslie R. Caldwell Delivers Remarks at a Press Conference on Foreign Exchange Spot Market Manipulation (May 20, 2015), https://www.justice.gov/opa/speech/assistant-attorney-general-leslie-r-caldwell-delivers-remarks-press-conference-foreign [https://perma.cc/4XA8-9BGG]. Caldwell stated that "NPAs and DPAs are valuable tools, and we will continue to use them in appropriate circumstances. And we will require that the parties who enter into those agreements live up to their terms." *Id.*; *see also* Amended Deferred Prosecution Agreement ¶ 20, United States v. Standard Chartered Bank, No. 12-cr-262 (D.D.C. Apr. 9, 2019) (No. 16-1). For a useful discussion of judicial review of breaches of DPAs and NPAs, see Jacob Stock, *Judicial Review of Corporate Non-Prosecution and Deferred Prosecution Agreements: A Narrow Road to Checking Prosecutorial Discretion*, 3 Corp. & Bus. L.J. 212 (2022).

B. Deferred Prosecution Agreements – Potential Bases for Review

An exploration of the possible bases for judicial review of a corporate DPA starts with the fact that there is no legislative or rule-based standard by which to evaluate them[42]. Rather, as noted, they were invented and have been energetically developed by prosecutors and corporations because they achieve useful results for both. Upon what grounds, then, could any judge even claim a basis upon which to review a DPA, or the procedural power to do so? And what standards could a judge apply?

The Federal Rules of Criminal Procedure offer no explicit basis for review because they do not even mention DPAs – although, as will be argued below[43], the Rules appear to contemplate a judicial role in negotiated outcomes like DPAs. Rule 11 of the Federal Rules of Criminal Procedure provides detailed procedures for guilty (or, rarely, *nolo contendere*) pleas, which result in a judgment of conviction[44]. Since the essence of a DPA is that the company does not plead guilty or *nolo contendere* (and no judgment of conviction is entered), Rule 11 does not by its terms apply to them[45].

Separately, Rule 48(a) provides as follows:

> The government may, *with leave of court*, dismiss an indictment, information, or complaint. The government may not dismiss the prosecution during trial without the defendant's consent[46].

Rule 48(a) is intrinsic to a DPA: After a DPA has been negotiated, and simultaneously with its public announcement and the issuance of a press release by the Department of Justice, the prosecutor typically files an Information with the Court pursuant to Rule 7(b) of the Federal Rules of Criminal Procedure[47]. This has the same effect as an indictment although a Grand Jury does not vote on it[48]. Key to the DPA, then, is the prosecutor's agreement to "dismiss" the Information under Rule 48(a) at the end of the agreed-upon period, assuming that she is satisfied with the corporation's performance of its obligations.

While the "leave of court" provision might seem to give the court a voice on whether to dismiss an indictment or information when requested by a prosecutor, it has been generally interpreted to give the government "near-absolute power . . . to extinguish a case that it has brought"[49]. The Supreme Court has explained that the "principal object of the 'leave of court' requirement" has been understood to be a narrow one – "to protect a defendant against prosecutorial harassment... when the [g]overnment moves to dismiss an indictment over the defendant's objection"[50]. Under this reasoning, Rule 48(a) is inherently inapplicable to negotiated outcomes where the defendant does not "object" to but actively seeks the dismissal. In fact, dismissals under Rule 48(a) after the completion of a DPA are generally routine

42 - Several judges, noting the absence of any legislative input into DPAs and NPAs, have called "for Congress to consider implementing legislation" to provide standards for the review. United States v. HSBC Bank USA, N.A., 863 F.3d 125, 143 (2d Cir. 2017) (Pooler, J., concurring); *see also* United States v. Saena Tech Corp., *140 F. Supp.3d 11, 30* n.9 (D.D.C. 2015) (Sullivan, J.) (calling for "congressional action to clarify the standards a court should apply when confronted with a corporate deferred-prosecution agreement").

43 - *See infra* note 122 and accompanying text.

44 - Fed. R. Crim. P. 11.

45 - United States v. HSBC, 863 F.3d 125, 131 (2d Cir. 2017). For further discussion of the relevance of Rule 11 of the Federal Rules of Criminal Procedure to judicial review of DPAs, *see infra* note 122 and accompanying text.

46 - Fed. R. Crim. P. 48(a) (emphasis added).

47 - *See, e.g.,* Memorandum in Support of Deferred Prosecution Agreement at 5, United States v. Wakemed, 2013 WL 501784, No. 5:12-CR-398-BO-1 (E.D.N.C. Jan. 31, 2013) ECF No. 13.

48 - Rule 7(b) permits a defendant to "waive [] prosecution by indictment", thereby allowing the prosecutor to proceed by filing an Information. Fed. R. Crim. P. 7(b). The package of documents submitted to court in support of a corporate DPA will typically include a formal waiver of indictment signed by a representative of the corporation, as well as a copy of the Information to be filed against it.

49 - United States v. HSBC Bank USA, No. 12-CR-763, 2013 WL 3306161, at *5 (E.D.N.Y. July 1, 2013).

50 - Rinaldi v. United States, 434 U.S. 22, 29 n.15 (1977). If not for this provision and the fact that double jeopardy would not attach, a prosecutor could harass a defendant by repeatedly refiling an indictment. However, *see* discussion *infra* Section II.D.2, summarizing new research published in the context of the attempted dismissal of the charges against former National Security Adviser Michael Flynn, which may not have been presented to the *Rinaldi* court.

matters, handled on paperwork without discussion. In any event, the prosecutor's filing of a Rule 48(a) dismissal comes at the *end* of a multi-year period, when the prosecutor is by definition satisfied not only that the defendant corporation has long since paid the penalties due under the DPA, but also that the corporation has behaved appropriately under the terms of the agreement. Since the DPA is thus in an important and literal sense "history" by the time of a Rule 48(a) dismissal application, if a court even attempted to question its basis at that time, it would achieve nothing of practical value.

In the absence of any provision in the Federal Rules of Criminal Procedure even addressing the handling of DPAs, judges who review DPAs have turned to two other sources for their authority.

The source most frequently cited has been the Speedy Trial Act of 1974 ("STA")[51]. The core principle of the STA is that once federal criminal charges are filed, the case must proceed to trial on a schedule set forth in the legislation; absent statutory extensions or exclusions of time made pursuant to its terms, a prosecution must be dismissed if a trial does not occur within the mandatory time limits[52]. The formal filing of an Information pursuant to a DPA appears to trigger the running of the STA[53], exposing prosecutors to the risk of early dismissal unless the court formally agrees that the DPA fits under one of the specified bases for an extension of STA deadlines. Further, the legislative history of the STA makes it clear that Congress did not intend to allow the parties to a criminal prosecution – that is, the prosecutor and a defendant – to agree between themselves to waive the Act's provisions; speedy trials are an important matter of public interest that cannot be left to the convenience of the parties[54]. As a result, even if the prosecution and the defense agree to an exclusion for the duration of the DPA, they must present their request to the court, which can base an exclusion only upon one of the permissible bases specifically listed in the Act[55]. While DPAs and similar agreements often contain a provision that the defendant "waives" its rights under the STA, prosecutors know that there is a distinct risk that such a waiver might be found ineffective, and that the case could soon be dismissed unless the court has approved an exception for the pendency of the DPA under one of the specific terms of the STA[56].

One of the listed bases for a permissible exclusion "in computing the time within which the trial of [an] offense must commence" appears in 18 U.S.C. § 3161(h)(2) as follows:

> Any period of delay during which prosecution is deferred by the attorney for the Government pursuant to written agreement with the defendant, with the approval of the court, for the purpose of allowing the defendant to demonstrate his good conduct[57].

This provision was drafted to create a humane alternative for individuals, typically young first-offenders, which would permit them to avoid the effects of a criminal conviction by showing their "good conduct" during an agreed-upon period, often under the supervision of a social services agency[58].

51 - 18 U.S.C. §§ 3161–74.

52 - The applicable time periods and their possible exclusions and extensions are set forth in 18 U.S.C. § 3161. 18 U.S.C. § 3162(a)(2) provides that "[i]f a defendant is not brought to trial within the time limit required by [the Act,] the information or indictment shall be dismissed on motion of the defendant."

53 - As noted below, see text accompanying note 102, the DOJ has argued that in at least some instances, the filing of an Information, for technical reasons, does not trigger the running of an STA period.

54 - For a useful review of the legislative history of the STA, see the opinion of Judge Emmet Sullivan in United States v. Saena Tech Corp., 140 F. Supp. 3d 11 (D.D.C. 2015), discussed further *infra* note 83 and accompanying text.

55 - 18 U.S.C. § 3161(h) lists the permitted bases for an exclusion of time.

56 - United States v. HSBC Bank USA, N.A., 863 F.3d 125, 142 (2d Cir. 2017) (Pooler, J., concurring) ("Without [an STA] exception, the filing of the criminal information would trigger the running of the speedy trial clock.").

57 - 18 U.S.C. § 3161(h)(2).

58 - *See supra* note 5 and accompanying text.

While the legislative history is replete with references to such "diversion programs" for individuals[59], it does not appear to have occurred to any of the legislators that this provision would later be aggressively used by large corporations. However, since the terms of the statute neatly apply to corporate DPAs, it has become customary for DPA agreements to provide that the parties will jointly apply to the Court for an exclusion of time under its terms[60].

Separately, some judges have also based a power to review a DPA on the concept of the "supervisory powers" of the court. The notion of judicial supervisory powers is an anomaly in federal criminal jurisprudence in the United States. It is not based on any specific legislation giving judges a general supervisory role over criminal procedures, and in fact there is no such legislation. An oft-recited summary is that "[t]he supervisory power... permits federal courts to supervise 'the administration of criminal justice' among the parties before the bar"[61]. Courts have invoked this principle on occasion when needing to establish a rule or procedure where none has been provided by Congress, on the ground that the power to create "civilized standards of procedure and evidence" applicable to federal criminal proceedings is inherent in the judicial function[62].

In the vast majority of filed DPAs, judges grant the joint request for an exclusion under 18 U.S.C. § 3161(h)(2) without any discussion of either the STA or their supervisory powers, or even argument about the merits of the request[63]. In a very few instances discussed below, however, some notably active judges have insisted on a right to review the substance of a DPA. Noting that § 3161(h)(2) itself provides that such an extension can only be granted "with the approval of the court", these judges have conditioned or withheld their approval based upon their review of the DPA and its provisions[64]. Both the prosecution and the defense generally oppose such judicial activism. This is not surprising; by definition, any publicly released DPA represents a deal that the parties have concluded is in their respective best interests, and thus having a judge question or potentially block that deal threatens the interests of both parties. As a result, when trial and appellate courts review such cases, they face the procedural anomaly of having *all* the parties in agreement, thus depriving the courts of an adversarial dynamic and an independent point of view. As shown here, the appellate courts that have addressed this issue have, to-date, rigorously restricted – and in fact have virtually eliminated – judicial review of DPAs.

C. The Cases

1. The Citibank Case

Although not a DPA case, the Court's decision in *Securities & Exchange Commission v. Citigroup Global Markets, Inc.*[65] prefigured the analysis applied to DPAs. *Citigroup* involved an agreement between

59 - *HSBC Bank USA, N.A.*, 863 F.3d at 143 (Pooler, J., concurring) ("The two programs mentioned in the legislative history [of the STA], Project Crossroads and the Manhattan Court Employment Project, were pretrial diversion programs aimed at helping individual defendants avoid the collateral consequences of a criminal conviction through programs that included education, job training, and substance abuse treatment.").

60 - *See, e.g.,* United States v. Fokker Servs. B.V., 818 F. 3d 733, 738 (D.C. Cir. 2016)

61 - United States v. Payner, 447 U.S. 727, 735 n.7 (1980) (quoting McNabb v. United States, 318 U.S. 332, 340 (1943)).

62 - *McNabb*, 318 U.S. at 340; *see, e.g.*, McCarthy v. United States, 394 U.S. 459 (1969) (establishing procedures for accepting guilty plea). For a general review of this power, see generally Sara Sun Beale, *Reconsidering Supervisory Power in Criminal Cases: Constitutional and Statutory Limits on the Authority of the Federal Courts*, 84 Colum. L. Rev. 1433 (1984).

63 - Norton Rose Fulbright, *Deferred Prosecution Agreements – Justice Delayed or Justice Denied?*, Asia Pacific Insights, Mar. 2018, at 3, https://www.nortonrosefulbright.com/-/media/files/nrf/nrfweb/imported/asia-pacifi-insights—-issue-14.pdf?revision=3e7aeab6-78e5-4b95-a118-3d5048729cb3&revision=3e7aeab6-78e5-4b95-a118-3d5048729cb3 [https://perma.cc/YU3Z-E3QG].

64 - *See, e.g.*, United States v. Fokker Servs. B.V., 79 F. Supp. 3d 160, 164 (D.D.C. 2015), *vacated and remanded by* United States v. Fokker Servs. B.V., 818 F. 3d 733 (D.C. Cir. 2016) (quoting 18 U.S.C. § 3161(h)(2)).

65 - SEC v. Citigroup Global Markets, Inc., 827 F. Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 2011).

the Securities & Exchange Commission (SEC) and Citigroup to settle serious fraud charges against the bank by agreeing to a proposed Consent Judgment[66]. Although the parties undoubtedly believed that the District Court would approve the settlement as a matter of course, they were surprised with numerous questions about the factual and policy basis for the settlement and a demand from the judge for submissions on why he should accept it[67]. Ultimately the trial judge, Jed S. Rakoff of the United States District Court for the Southern District of New York, resolved: "In the end, the Court concludes that it cannot approve [the proposed Consent Judgment], because the Court has not been provided with any proven or admitted facts upon which to exercise even a modest degree of independent judgment"[68].

The court emphasized that Citigroup entered into the Consent Judgment without formally admitting the charges against it and, in fact, continued to deny them in significant part[69]. Comparing the proffered settlement against the charges made by the SEC (including the allegation that Citigroup was, in essence, a recidivist), Judge Rakoff observed that the settlement amount was remarkably small – "pocket change to any entity as large as Citigroup"[70]. Rejecting the SEC's argument that it, not the court, was charged with ascertaining the "public interest" in matters subject to its jurisdiction, Judge Rakoff concluded that the record before him did not suffice to serve – as he felt it must before giving the agreement his approval – the public's interest, noting:

> The point, however, is not that certain narrow interests of the parties might not be served by the Consent Judgment, but rather that the parties' successful resolution of their competing interests cannot be automatically equated with the public interest, especially in the absence of a factual base on which to assess whether the resolution was fair, adequate, and reasonable[71].

Both Citigroup and the SEC appealed to the Second Circuit. In the absence of any lawyer opposing the settlement, and in response to a request from Judge Rakoff, the court appointed New York attorney John R. Wing to defend the District Court opinion[72]. Ultimately, the Second Circuit reversed[73]. While it rejected the SEC's broadest claim – which was essentially that the District Court should entirely defer to the SEC's position as to whether the settlement was "in the public interest" – the Circuit concluded that the trial court had abused its discretion by giving insufficient deference to the SEC[74]. Noting that "[t]he job of determining whether the proposed S.E.C. consent decree best serves the public interest... rests squarely with the S.E.C., and its decision merits significant deference"[75], the court stated the relevant test as follows:

> Today we clarify that the proper standard for reviewing a proposed consent judgment involving an enforcement agency requires that the district court determine whether the proposed consent decree is fair and reasonable, with the additional

66 - *Id.* at 330–31.

67 - As one commentator notes, "[u]sually, when a settlement such as this goes to court, the judge will approve it, and if not, it's usually over a fixable procedural matter. However, Judge Rakoff delivered a surprising verdict when he rejected the settlement because it lacked an official admission of wrongdoing on Citigroup's part." Steven Jacobson, *Overturning SEC v. Citigroup: Why the Original Decisions Still Matters*, Penn Undergraduate L.J., https://www.pulj.org/the-roundtable/overturning-sec-v-citigroup-why-the-original-decision-still-matters [https://perma.cc/5AGK-HLP3].

68 - *Citigroup*, 827 F. Supp. 2d at 330.

69 - *Id.* at 334–35.

70 - *Id*. at 334.

71 - *Id*. at 335.

72 - *See* SEC v. Citigroup Glob. Mkts. Inc., 673 F.3d 158, 169 (2d. Cir. 2012); *see also* Jonathan Stempel, *Rakoff Turns to Ex-Colleague for SEC-Citi Appeal*, Reuters (Mar. 16, 2012, 12:45 PM), https://www.reuters.com/article/citigroup-sec-lawyer/update-4-rakoff-turns-to-ex-colleague-for-sec-citi-appeal-idUSL2E8EF44020120316 [https://perma.cc/Y44B-QUB8]. By way of disclosure, the author of this article is a friend, former colleague, and admirer of both Judge Rakoff and Mr. Wing.

73 - SEC v. Citigroup Glob. Mkts. Inc., 752 F.3d 285, 298 (2d. Cir. 2014).

74 - *Id.* at 295.

75 - *Id*. at 296.

> requirement that the "public interest would not be disserved", in the event that the consent decree includes injunctive relief. Absent a substantial basis in the record for concluding that the proposed consent decree does not meet these requirements, the district court is required to enter the order[76].

By stating that a court could only reject a consent decree on a finding that it "disserved" the public interest, the court set a high burden on courts reviewing decisions subject to SEC jurisdiction[77]. It thus vacated Judge Rakoff's disapproval of the consent decree. With stated reluctance, Judge Rakoff subsequently approved the decree[78].

While not a DPA case, the court's strong support of the executive branch's power to set the terms for a corporate agreement to settle significant claims without any judicial review of its appropriateness set the stage for application of the same reasoning in the context of DPAs.

2. The DPA Decisions

With one partial exception, the relatively few instances where trial judges have denied or conditioned the acceptance of DPAs have encountered similar rejection by the appellate courts.

The partial exception is *United States v. WakeMed*[79]. In that case, a court was asked to approve an STA time exclusion to allow a corporate defendant to perform its contractual obligations under a DPA[80]. After discussing the matter with the parties in two hearings, the court reviewed the circumstances, including the risk that the corporate defendant might go out of business if convicted and that "the needs of the underprivileged in the surrounding area would be drastically and inhumanely curtailed" if they could not benefit from a prompt settlement[81]. The court concluded, "[a]fter weighing the seriousness of defendant's offense against the potential harm to innocent parties that could result should this prosecution go forward... a deferred prosecution is appropriate in this matter"[82]. It also noted that, because the parties to the agreement had agreed to periodic review by the court, "any reports relating to defendant's compliance with the agreement shall be filed with the Court for its review"[83]. The judge in *WakeMed* appeared to assume – but did not address the extent of – his power to review the substance of a DPA as a component of the needed sign-off under the STA. The prosecutor apparently did not contest the limited review quoted here and sought no appeal or further review of the matter.

In *United States v. Saena Tech Corp.*[84], Judge Emmet G. Sullivan of the United States District Court for the District of Columbia was asked to approve an STA time exclusion to permit the execution of a complex DPA submitted by the Department of Justice and Saena, a technology company accused of bribing a public official under 18 U.S.C. § 201[85]. Noting that all the parties before him were in agreement that the time exclusion should be approved, but nonetheless seeing potential problems with it, Judge Sullivan openly mused:

> [I]t's not a traditional adversarial proceedings [sic]. There is no one else on the other side – there's no one else in the courtroom raising concerns... I can raise

76 - *Id.* at 294 (citation omitted).

77 - *Id.*

78 - SEC v. Citigroup Glob. Mkts. Inc., 34 F. Supp. 3d 379, 380 (S.D.N.Y. 2014).

79 - United States v. WakeMed, 2013 WL 501784, No. 5:12-CR-398–BO (E.D.N.C. Feb. 8, 2013).

80 - *Id.* at *1–2.

81 - *Id.* at *2.

82 - *Id.*

83 - *Id.*

84 - 140 F. Supp. 3d 11 (D.D.C. 2015).

85 - *See generally* Transcript of Motion Hearing Proceedings, United States v. Saena Tech Corp., No. 14 CR 066 (D.D.C. July 17, 2014) (No. 38).

> these issues, but I can't be an advocate. I can't argue the other side. I can administer justice and decide controversies, but I can't and should not be the principal advocate for legitimate concerns that the Court has raised.[86]

To get a point of view independent of the parties, the court appointed University of Virginia law professor Brandon Garrett[87] – a noted critic of DPAs, particularly as set forth in his book, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*[88] – as *amicus curiae* "to respond to the parties' arguments and provide the Court with advocacy in favor of broader court authority, vel non, to consider issues including the fairness and reasonableness of a deferred-prosecution agreement in deciding whether to accept or reject a deferred prosecution-agreement"[89]. The prosecutor did not oppose this appointment [90].

After a thorough review of the facts and procedural history and a careful analysis of the STA, and after considering the recent District Court decisions in *United States v. Fokker* and *United States v. HSBC* – both of which were later reversed by the respective Courts of Appeal, as will be discussed below[91] – Judge Sullivan engaged in an extensive and thoughtful analysis of his power to review the merits of the proffered DPA. Rejecting both the prosecutor's "hands off" argument as well as Professor Garrett's position, which he summarized as proposing "largely plenary court review" of the merits of the DPA[92], Judge Sullivan concluded that the court's review was essential but limited. Judge Sullivan first reasoned that the court's "authority under the Speedy Trial Act is limited to assessing whether the agreement is truly about diversion"[93]. Applying this provision, which he explained was designed to avoid "collusion" between the prosecutor and the defendant to avoid the STA time deadlines by concocting an exception without factual basis[94], he concluded that the structure and content of the DPA before him showed that it was entered in good faith to permit Saena to avoid conviction by demonstrating its commitment to good conduct[95]. Among other things, Judge Sullivan noted that Saena agreed to pay a hefty fine and to submit to review of its revised compliance programs[96]. With respect to the court's supervisory powers, Judge Sullivan reasoned they only empowered the court to "deny approval where a deferred-prosecution agreement would involve the court in illegal or especially problematic agreements"[97]. Since he found that the joint request to defer prosecution was made in good faith and that the agreement did not involve "potential collateral consequences" that the court might find "inappropriate", such as requiring a charitable contribution to a third party[98], Judge Sullivan unconditionally approved the DPAs, obviating the need (or any opportunity) for appellate review. In fact, his reasoning largely anticipated the appellate decisions now discussed.

Appellate review did take place in the *Fokker* and the *HSBC* cases, two District Court decisions that Judge Sullivan carefully considered before their respective appeals.

86 - *Id.* at 26.

87 - Professor Garrett is now the L. Neil Williams Professor of Law at Duke Law School.

88 - *See generally* Brandon Garrett, Too Big to Jail (2014). The article by Judge Rakoff referenced in note 5, *supra*, while expressing the judge's own views, was also an admiring review of *Too Big to Jail*.

89 - *Saena Tech Corp.*, 140 F. Supp at 19 (internal quotations and footnote omitted).

90 - Transcript of Motion Hearing Proceedings at 38, United States v. Saena Tech Corp., No. 14 CR 066 (D.D.C. July 17, 2014) (No. 38) ("If the Court wants just sort of an independent party on the other side to play devil's advocate or something, I think we have less problem with that.").

91 - *See infra* notes 101–118 and accompanying text.

92 - *Saena Tech Corp*, 140 F. Supp at 34.

93 - *Id.* at 30 (footnote omitted).

94 - *Id.* at 36.

95 - *Id.* at 30–31.

96 - *Id.* at 17.

97 - *Id.* at 31.

98 - *Id.* at 35.

Those appellate decisions essentially state the current law with respect to judicial review of DPAs and, taken together, emphasize the restrictive limits of judicial power to review DPAs in the United States.

In *United States v. Fokker Services, B.V.*, a European aerospace company reached a DPA with the DoJ on charges relating to the alleged illegal exportation of goods in violation of federal sanctions and export control laws, and sought an STA extension[99]. In a lengthy opinion, Judge Richard Leon of the District Court for the District of Columbia first reviewed the scope of his authority to review a DPA. While mostly relying on the STA, he also emphasized his inherent supervisory powers:

> [T]he government has charged Fokker Services with criminal activity. And it does not propose to dismiss the case at this point; rather, under the proposed resolution, this criminal case would remain on this Court's docket for the duration of the agreement's term.
>
> The parties are, in essence, requesting the Court to lend its judicial imprimatur to their DPA. In effect, the Court itself would 'become an instrument of law enforcement.' The parties also seek to retain the possibility of using the full range of the Court's power in the future should Fokker Services fail to comply with the agreed upon terms. To put it bluntly, the Court is thus being asked to serve as the leverage over the head of the company.
>
> When, as here, the mechanism chosen by the parties to resolve charged criminal activity requires Court approval, it is the Court's duty to consider carefully whether that approval should be given[100].

After reviewing the terms of the DPA in detail and in the context of the charges that they were designed to resolve, Judge Leon concluded as follows:

> While I do not discount Fokker Services' cooperation and voluntary disclosure or, for that matter, its precarious financial situation, after looking at the DPA in its totality, I cannot help but conclude that the DPA presented here is grossly disproportionate to the gravity of Fokker Services' conduct... In my judgment, it would undermine the public's confidence in the administration of justice and promote disrespect for the law for it to see a defendant prosecuted so anemically for engaging in such egregious conduct for such a sustained period of time and for the benefit of one of our country's worst enemies... As such, the Court concludes that this agreement does not constitute an appropriate exercise of prosecutorial discretion and I cannot approve it in its current form[101].

Both parties appealed, and, as in *Citigroup*, the court appointed a law firm to submit a brief as *amicus curiae* to defend the trial court's reasoning[102]. The DoJ made several arguments that the STA either did not apply, or could easily be made not to apply[103]. It also noted that the parties could always agree to proceed by an NPA rather than a DPA, which would avoid any judicial involvement at all[104]. Its primary argument, however, focused on the principle of separation of powers, arguing that the courts should have no role in reviewing DPAs because the determination whether DPAs satisfy the public interest is allocated by the Constitution to the executive rather than the judicial branch[105].

99 - United States v. Fokker Services, B.V., 79 F. Supp. 3d 160 (D.D.C. 2015).

100 - *Id.* at 165 (internal citations omitted).

101 - *Id.* at 167.

102 - United States v. Fokker Servs. B.V., 818 F.3d 733, 740 (D.C. Cir. 2016).

103 - It claimed that "the government in many districts may file a criminal information without an in-court appearance," which it argued would mean that the filing of a DPA (at least in some districts) would not start an STA "clock" triggered by such an appearance. Opening Brief for the United States at 4, United States v. Fokker Servs. B.V., 818 F.3d 733 (D.C. Cir. 2016) (No. 15-3016, 15-3017).

104 - *Id.* at 7.

105 - *See generally id.*

It was on this argument that the DoJ prevailed. The D.C. Circuit first reviewed separation of powers decisions in the area of criminal justice, and concluded that "judicial authority is... at its most limited when reviewing the Executive's exercise of discretion over charging determinations"[106]. Interpreting the position of the *amicus* to be that the "district courts [have] substantial authority to second-guess the prosecution's charging decisions"[107], the court concluded that a DPA was closely analogous to a charging decision because "the entire object of a DPA is to enable the defendant to *avoid* criminal conviction and sentence by demonstrating good conduct and compliance with the law"[108]. The court thus held that a trial court's only obligation (and authority) under the STA is to determine whether "the parties entered into the DPA to evade speedy trial limits rather than to enable [the defendant] to demonstrate its good conduct and compliance with the law"[109]. Since this was manifestly not the case, it followed that the District Court had abused its discretion and exceeded its powers by rejecting the deal. To avoid any possible question about the court's appellate jurisdiction, the Circuit Court issued an unusual writ of mandamus vacating the District Court's order and remanding to the District Court to permit filing of the DPA[110].

The outcome in *United States v. HSBC Bank USA, N.A.*[111] further emphasized strict limits on judicial review of DPAs. The case involved a DPA to resolve charges of illegal transactions with sanctioned countries in violation of the Trading with the Enemy Act and other statutes[112]. When asked to approve a time exclusion under the STA, Judge John Gleeson of the United States District Court for the Eastern District of New York concluded that his role under the STA was limited to determining whether the proposed "deferred prosecution agreement is truly about diversion and not simply a vehicle for fending off a looming trial date"[113]. Accordingly, he found that the DPA was clearly appropriate and "that much of what might have been accomplished by a criminal conviction ha[d] been agreed to by the DPA", on the basis of which he "approve[d] without hesitation both the DPA and the manner in which it ha[d] been implemented thus far"[114]. This conclusion was quite consistent with Judge Sullivan's conclusion in *Saena* and the appellate outcome in *Fokker*. What Judge Gleeson did *not* approve, however, was the parties' insistence on the opacity of their implementation of the DPA. While acknowledging that, in one sense, all that was before him was the approval of a time exclusion under the STA, he highlighted how judicial approval must apply to the DPA itself since its key operative provision – ultimate dismissal of the charges – would not take place until years later, when it would be too late to review the parties' behavior[115]. Relying primarily on his supervisory powers, Judge Gleeson conditioned his approval of the DPA on the parties' filing "quarterly reports with the Court to keep it apprised of all significant developments in the implementation of the DPA"[116]. To the even greater chagrin of the parties (particularly HSBC), in a subsequent order on an application brought by a mortgage customer of HSBC, Judge Gleeson ordered that significant parts of the reports filed by the DPA-appointed monitor be made

106 - *Fokker Servs. B.V.*, 818 F.3d at 741 (citations and quotation marks omitted).

107 - *Id.* at 745.

108 - *Id.* at 746 (emphasis in original).

109 - *Id.*

110 - *Id.* at 738. For an extensive critique of the appellate decision in *Fokker* and a thorough discussion of the separation of powers precedent that it addressed, see Peter Reilly, *Corporate Deferred Prosecution as Discretionary Injustice*, 2017 Utah L. Rev. 839 (2017). *See also* discussion *infra* note 119 *et seq.* and accompanying text.

111 - United States v. HSBC Bank USA, N.A., No. 12-CR-763, 2013 U.S. Dist. LEXIS 92438 (E.D.N.Y. July 1, 2013)

112 - *Id.* at *1–2.

113 - *Id.* at *10.

114 - *Id.* at *38.

115 - *Id.* at *26–30.

116 - *Id.*

public[117]. On appeal by both the prosecutor and HSBC, the Second Circuit reversed and vacated Judge Gleeson's orders relating to the release of the monitor reports even in redacted form[118]. Rejecting the argument of the mortgage customer seeking access to the monitor reports, as well as arguments filed by Professor Garrett, who again appeared as an *amicus curiae*, the Court concluded that not only the terms of the DPA but also its implementation were left to the discretionary power of the executive branch, and thus that Judge Gleeson lacked the authority to order release of documents relating to the implementation of the DPA without the consent of the parties[119].

D. Analysis of the Courts' Decisions

Judge Leon's decision in *Fokker* was the first, and now is likely to be the only, instance where a court substantively reviewed the terms of a DPA and refused to accept them because they did not serve the "public interest". Given the emphatic reversal of his ruling and the Second Circuit's refusal to countenance even the much more modest exercise of judicial oversight proposed by Judge Gleeson in *HSBC*, the message is clear: in the United States, judicial review or supervision of corporate DPAs is essentially non-existent[120]. The D.C. Circuit's reasoning in *Fokker*, however, fits uncomfortably in the overall architecture of the Federal Rules of Criminal Procedure, and subsequent scholarship has unearthed historical information apparently not known to the court which casts doubt on some of its analysis.

1. Federal Rules of Criminal Procedure 11 and 48

The *Fokker* court's analysis consisted in significant part of its interpretation of Rules 11 and 48. It began by addressing the contention of the *amicus curiae* (filed in support of Judge Leon's decision in the District Court)[121] that it should "analogize a court's review of a DPA... to a court's review of a proposed plea agreement under Rule 11 of the Federal Rules of Criminal Procedure"[122]. While not elaborated in the opinion, applicability of Rule 11 would strongly imply the appropriateness of judicial review. Rule 11 generally allows parties full freedom to enter into plea agreements, but specifically provides that *only* the court can determine the sentence that will be imposed on the basis of a plea[123]. The court concluded that "[t]hat argument fails" because it viewed a court's power to review a plea agreement under Rule 11 as "rooted in the Judiciary's traditional power over criminal *sentencing*"[124], whereas "[t]he context of a DPA is markedly different... and more like a dismissal under Rule 48(a)"[125]. The Court reasoned that the agreement before it did not result in a "sentence" because a

117 - United States v. HSBC Bank USA, N.A., No. 12-CR-763, 2016 U.S. Dist. LEXIS 11137, at *2 (E.D.N.Y. Jan. 28, 2016).

118 - United States v. HSBC Bank USA, N.A., 863 F.3d 125, 129 (2d Cir. 2017). Judge Gleeson's direction of quarterly reports was not challenged on appeal.

119 - *Id.* at 138.

120 - A bill initially introduced in the House of Representatives in 2009 entitled the "Accountability in Deferred Prosecution Act of 2009" proposed that both DPAs and NPAs be subject to judicial review, and that a reviewing court should approve them "if the court determines the agreement is consistent with the guidelines for such agreements [to be promulgated by the DoJ in order to 'promote uniformity' in DPAs and NPAs] and is in the interest of justice." H.R. 1947, 111th Cong. (2009), https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/1947/text [https://perma.cc/23LB-2QGW]; *see also* Accountability in Deferred Prosecution Act of 2014, H.R. 4540, 113th Cong. (2014). No legislative action has been taken on this or any similar bill.

121 - *See supra* note 102 and accompanying text.

122 - United States v. Fokker Servs. B.V., 818 F.3d 733, 745 (D.C. Cir. 2016).

123 - Rule 11(c)(1)(B) provides that the prosecutor may reach an agreement that the prosecutor will "recommend, or agree not to oppose" the defendant's sentencing request but provides that "such a recommendation or request does not bind the court," while Rule 11(c)(1)(C) provides that the parties may agree on a "specific sentence or sentencing range" but that such an agreement "binds the court" only if it is "accepted", which, under Rule11(c)(3)(A), a court may elect to do after it "has reviewed the presentence report." Under the latter provision, the decision whether or not to "accept" the agreement in essence is folded into the court's exercise of sentencing discretion.

124 - *Fokker Servs. B.V.*, 818 F.3d at 745 (emphasis in original).

125 - *Id.* at 746.

court approving a DPA "never exercises its coercive power by entering a judgment of conviction or imposing a sentence"[126].

This distinction – crucial to the Court's decision – misconceives the purpose and effect of a DPA. While not a formal "sentence", payments made under DPAs are routinely described by the DoJ in their press releases as a "penalty"[127], and DPA agreements themselves routinely justify the amounts so paid by detailed calculations under the Sentencing Guidelines[128]. The obligation to pay results from an agreement approved by a court rather than from a judgment issued by a court, but the effect on the corporation, and more importantly the reflection of prosecutorial power that it represents, are essentially the same.

The *Fokker* court emphasized its reliance on a prosecutor's power to dismiss charges under Rule 48(a) by drawing a distinction between a guilty plea based upon a "charge bargain" ("in which a defendant agrees to plead guilty to certain charges in exchange for the dismissal of other charges") and a "sentence bargain" (in which "the parties agree upon a sentence, which the prosecution then recommends to the sentencing court")[129]. It then noted that "some of our sister circuits have concluded that district courts have more limited authority" to review "charge bargains" than "sentence bargains"[130]. This distinction, however, ignores the fact that "charge" and "sentence" bargains are inextricably entwined when they are negotiated together as a package in the guilty plea context. It is the package as a whole – that is, the combination of "charge dismissals" and "sentence recommendations" – that a court either approves by imposing the agreed upon sentence, or rejects by imposing a different sentence (or, under Rule 11(c)(1)(C) by refusing to "accept" the plea at all)[131]. The most recent periodic review of federal Sentencing Guidelines by the U.S. Sentencing Commission is clear on this point. In its discussion of guilty pleas, the Commission observed that under Rule 11, a court may be asked to accept a "charge bargain" agreement that calls for the dismissal of existing charges, or the non-prosecution of potential ones[132]. Acknowledging that under Rule 48(a) "the judge should defer to the government's position except under extraordinary circumstances", the Manual nonetheless emphasized that "when the dismissal of charges or agreement not to pursue potential charges is contingent on acceptance of a plea agreement, the court's authority to adjudicate guilt and impose sentence is implicated, and the court is to determine whether or not dismissal of charges will undermine the sentencing guidelines"[133].

The *Fokker* court's rejection of Rule 11 as an appropriate source of guideposts for its analysis is also inconsistent with the provisions relating to a plea of *nolo contendere*. Rule 11(a)(1) provides that "[a] defendant may plead not guilty, guilty, or (with the court's consent) *nolo contendere*"[134]. It then specifies that "[b]efore accepting a plea of *nolo contendere*, the court must consider the parties' views

126 - *Id.*

127 - *See, e.g.*, Press Release, Dep't of Just., Alcatel-Lucent S.A. and Three Subsidiaries Agree to Pay $92 Million to Resolve Foreign Corrupt Practices Act Investigation (Dec. 27, 2010), https://www.justice.gov/opa/pr/alcatel-lucent-sa-and-three-subsidiaries-agree-pay-92-million-resolve-foreign-corrupt [https://perma.cc/Z5XD-M7GL] (noting that the company and its subsidiaries "have agreed to pay a combined $92 million penalty").

128 - Press Release, Dep't of Just., Bank Julius Baer Agrees to Pay More than $79 Million for Laundering Money in FIFA Scandal (May. 27, 2021), https://www.justice.gov/opa/pr/bank-julius-baer-agrees-pay-more-79-million-laundering-money-fifa-scandal [https://perma.cc/447J-VSLU].

129 - *Fokker Servs. B.V.*, 818 F.3d at 745–46.

130 - *Id.* at 746.

131 - Fed. R. Crim. P. 11(c)(1)(C).

132 - United States Sentencing Commission, *Guidelines Manual*, ch. 6, pt. B, intro. cmt. (2021).

133 - *Id.* § 6B1.2 end cmt. The Manual also emphasizes that while the parties are encouraged to enter into a "written stipulation of facts relevant to sentencing", the court "cannot rely exclusively upon stipulations in ascertaining the factors relevant to the determination of sentence." *Id.* § 6B1.4(d) explanatory cmt.

134 - Fed. R. Crim. P. 11(a)(1).

and the public interest in the effective administration of justice"[135]. This provision tells us two things. First, the drafters of the Federal Rules of Criminal Procedure showed that, by requiring a judge to make such a finding, they believed courts were not lacking the tools needed to make an independent decision whether a proffered outcome satisfies "the public interest in effective administration of justice", even if both parties agree to it[136]. And second, while little used (and in fact disfavored by the Department of Justice[137]), a *nolo* plea is inherently similar to a DPA. A *nolo* plea permits an imposition of punishment without a formal admission of guilt that might have collateral consequences for the defendant[138] – which, of course, is exactly what a DPA accomplishes. In fact, the *Fokker* court's analysis that, in contradistinction to a guilty plea, "the entire object of a DPA is to enable the defendant to *avoid* criminal conviction..."[139] exactly describes a party's interest in a *nolo* plea. In short, when dealing with *nolo* pleas the Rule mandates not only judicial control over sentencing (just as with a guilty plea) but requires judicial permission even to enter into this form of an agreement at all, after considering the circumstances of the specific case[140]. This strongly suggests that judicial review of DPAs is not something that the architects of the Federal Rules of Criminal Procedure would have considered improper or impractical.

2. The Flynn Case and New Insight into Rule 48(a)

For several months in 2020, an intense flurry of motion practice in a criminal case not involving DPAs/NPAs erupted in federal courts in Washington, D.C. The case explored the separation of powers and other principles discussed here, and it analyzed *Fokker* at length. Particularly since new research has surfaced on the crucially important "leave of court" provision of Rule 48(a) and its implications for judicial review of prosecutorial discretion, the episode merits brief discussion here.

The case involved Michael T. Flynn, a retired Army general who briefly served as National Security Adviser under President Trump. In February 2017, Flynn resigned his post after it was disclosed that he had lied to Vice President Pence about conversations he had had with emissaries of Russia[141]. In December 2017 he entered a guilty plea to a federal charge under 18 U.S.C. § 1001 that he had lied to Federal Bureau of Investigation agents about his discussions with Russian officials[142], and in December 2018 he reaffirmed his guilty plea in a court session at which his sentencing was postponed so that he could demonstrate his cooperation with the DoJ[143]. He then had a change of heart. With new counsel, he attacked the prosecution against him on the ground that it was politically motivated, and in January 2020 he moved under Rule

135 - Fed. R. Crim. P. 11(a)(3).

136 - Fed. R. Crim. P. 11(a)(3).

137 - *See* U.S. Dep't of Just., Just. Manual § 9-27.500 (2018) ("The Department has long attempted to discourage the disposition of criminal cases by means of *nolo* pleas.").

138 - One court noted, in words that would aptly describe a DPA: While a plea of *nolo contendere*, for all practical purposes from the standpoint of punishment, is comparable to a plea of guilty, there is, however, a material difference when considering the fact that a *nolo contendere* plea may not be used against a defendant as an admission in any subsequent civil or criminal proceeding; nor does the plea affect the civil rights or impose any civil disqualification upon the defendant.
United States v. Bolinger, No. 12-CR-102, 2013 U.S. Dist. LEXIS 125228, at *4 (S.D. Ind., Sept. 3, 2013).

139 - United States v. Fokker Servs. B.V., 818 F.3d 733, 746 (D.C. Cir. 2016) (emphasis in original).

140 - Another court notes, in language perfectly applicable to a DPA, that "*nolo pleas* come with various costs and benefits, and the court must ensure that in the case before it the benefits outweigh the costs." United States v. Mancinas-Flores, 588 F.3d 677, 682 (9th Cir. 2009).

141 - Maggie Haberman et al., *Michael Flynn Resigns as National Security Adviser*, N.Y. Times (Feb. 13, 2017), https://www.nytimes.com/2017/02/13/us/politics/donald-trump-national-security-adviser-michael-flynn.html [https://perma.cc/BP9V-5WD9].

142 - Transcript of Plea Hearing at 30, United States v. Flynn, 507 F. Supp. 3d 116 (D.D.C. 2020) (No. 17-CR-00232).

143 - Transcript of Sentencing Proceedings at 9–10, 47–48, United States v. Flynn, 507 F. Supp. 3d 116 (D.D.C. 2020) (No. 17-CR-00232).

11(d) to withdraw his guilty plea[144]. Before the court could address that motion, in May 2020 the interim U.S. Attorney for the District of Columbia moved under Rule 48(a) of the Federal Rules of Criminal Procedure to dismiss the Information to which Flynn had pleaded guilty, and thus to eliminate all pending charges against him[145].

D.C. District Court Judge Emmet Sullivan then appointed an *amicus curiae* to present arguments opposing the DoJ's Motion to Dismiss[146]. During that interval, the D.C. District and Circuit Courts considered intense and highly contentious arguments about the extent of the prosecutor's power to dismiss charges under Rule 48(a), and about the court's power to review a Rule 48(a) motion. The core question was whether a court could inquire into the good faith of a Rule 48(a) dismissal motion under circumstances suggesting to some that the motion was based on inappropriate and "political" motives, possibly to reward a potential witness against the President for refusing to cooperate with investigations of the President's conduct[147]. The DoJ and Flynn, and the *amici* supporting them, heavily relied on the D.C. Circuit's holding in *Fokker* for the proposition that when the parties agreed, the court lacked power to review a dismissal sought by the prosecutor – which is, of course, one of the exact arguments used to oppose judicial review of DPAs[148].

Ultimately, in December 2020, the matter was pretermitted, without a final resolution of the prosecutor's Rule 48(a) motion, when President Trump issued Flynn a pardon; the D.C. District Court "dismissed as moot" the case against him[149]. However, the argumentation concerning the Rule 48(a) motion and *Fokker* is relevant to unpacking judicial review of DPAs.

In May 2020, while the argumentation on the Flynn Rule 48(a) motion was gathering steam, Thomas W. Frampton, a Lecturer in Law at Harvard Law School, published an essay entitled *Why Do Rule 48(a) Dismissals Require 'Leave of Court'?*[150] Expressly addressed to the arguments submitted by the DoJ in the *Flynn* case, it argued that "the Government's position – and the Supreme Court language upon which it is based – is simply wrong"[151]. The essay specifically took aim at Supreme Court dictum in *Rinaldi v. United States*[152], quoted above[153] and heavily relied upon in *Fokker,* that Rule 48(a)'s "principal object" was "to protect a defendant against prosecutorial harassment", on the basis of which the courts had generally ruled that the "leave of court" provision has no applicability to situations where both parties had agreed on an outcome that included a Rule 48(a) dismissal[154]. Frampton carefully analyzed the legislative history of Rule 48(a), which had not been brought to the attention of the Supreme Court when it decided *Rinaldi* without full briefing or argument[155]. Based on his analysis, Frampton determined that the drafters inserted the "leave of the court" provision not to protect an objecting defendant from harassment, but to combat the perception that some dismissals of criminal charges had been reached on the basis of "improper influence

144 - Mr. Flynn's Motion to Withdraw Plea of Guilty at 22, United States v. Flynn, 507 F. Supp. 3d 116 (D.D.C. 2020) (No. 17-CR-00232); Fed. R. Crim. P. 11(d).

145 - Gov't's Motion to Dismiss the Crim. Information Against the Def., United States v. Flynn, 507 F. Supp. 3d 116 (D.D.C. 2020) (No. 17-CR-00232).

146 - United States v. Flynn, 2020 WL 2466326 (D.D.C. 2020) (slip op.).

147 - *See, e.g.*, *In re* Flynn, 973 F.3d 74, 80–81 (D.C. Cir. 2020).

148 - *See, e.g.*, General Flynn's Brief in Opposition to Amicus at 8, United States v. Flynn, 507 F. Supp. 3d 116 (D.D.C. 2020) (No. 17-CR-00232).

149 - United States v. Flynn, 507 F. Supp. 3d 116 (D.D.C. 2020).

150 - Thomas Ward Frampton, *Why Do Rule 48(a) Dismissals Require 'Leave of Court'?*, 73 Stan. L. Rev. Online 28 (2020).

151 - *Id.* at 119.

152 - 434 U.S. 22 (1977) (per curiam).

153 - See *supra* note 49 and accompanying text.

154 - Frampton, *supra* note 149, at 29.

155 - *Id.* at 36, 37.

and corruption"[156]. Frampton concluded that the "leave of court" language was inserted to "arm […] the district judge with a powerful tool to halt corrupt or politically motivated dismissals of cases", and "to give district judges a modest means of safeguarding the public interest" when considering a Rule 48(a) motion[157].

The *Flynn* saga involved the same separation of powers issues at the core of the decisions relating to judicial review of DPAs: if a federal prosecutor has unreviewable power to dismiss a case under Rule 48(a), as the DoJ argued in both *Fokker* and in *Flynn*, it might logically follow that the courts should not review an agreement setting forth the conditions for such a dismissal, which is the procedural endpoint of a DPA. Because of the pardon, the *Flynn* case ended without a definitive court ruling on the extent of a court's appropriate role in reviewing a Rule 48(a) dismissal motion by a federal prosecutor. The publication of the Frampton research provided new information about the intent of the drafters of Rule 48(a) that is at variance with the position generally taken by the DoJ in support of DPAs. The applicability of this significant research in the area of DPAs will nonetheless be limited. Frampton did not conclude that the drafters of Rule 48(a) envisioned a wide judicial review of the "public interest" served by a Rule 48(a) motion, such as that undertaken by Judge Leon in *Fokker* (and by Judge Rakoff, in a non-Rule 48 context, in *Citigroup*). Rather, he concluded the drafters were focused on cases in which undue influence or corruption may have influenced the result[158]. But it is not difficult to imagine circumstances – perhaps involving publicly aired criticisms of a DPA as being the result of an overly cozy relationship between a prosecutor and the defendant or its counsel – when Frampton's revised view of judges' powers under Rule 48(a) might apply.

* * *

The net effect of the decisions reviewed here is simple: The DoJ and a corporate defendant can freely negotiate terms of a DPA and an NPA, and absent extreme circumstances a judge will not disturb the terms, nor review whether the agreement is in the public interest.

The remaining parts of this Article will show that while several other countries have found it useful to adopt DPA look-alikes that are obviously inspired by – and imitative of – the American model, none has given prosecutors the freedom from review they enjoy in the United States.

III. United Kingdom

Deferred prosecution agreements are a relatively recent phenomenon in the United Kingdom (or, more particularly, in England and Wales because the applicable legislation does not apply to Scotland or Northern Island)[159]. To date, ten DPAs have been fully reported[160]. These DPAs present an interesting study. In contrast to the U.S. model, the UK's DPA regime is the product of specific and detailed legislation that responds to some uniquely British challenges, and the agreements have been the subject of extended judicial scrutiny.

156 - *Id.*

157 - *Id.* at 29.

158 - *Id.* at 36.

159 - Crime and Courts Act 2013, c. 22 § 61 (13)(g) (UK). The House of Lords noted in a 2019 report that "the [DPA] procedure cannot therefore be used where the conduct which constitutes the offence is confined to Scotland or Northern Ireland." Select Committee on the Bribery Act 2010, The Bribery Act of 2010: Post-Legislative Scrutiny, 2017-19, HL 303, at 69 (UK), https://publications.parliament.uk/pa/ld201719/ldselect/ldbribact/303/303.pdf [https://perma.cc/F7UQ-357P].

160 - In July 2021, the Serious Fraud Office announced that the High Court had approved DPAs with two further companies, but that "for legal reasons" the companies' names, the details of the agreement other than the total amount paid, and the documents involved have not yet been made public, presumably while proceedings continue against related individuals. Press Release, Serious Fraud Off., SFO Secures Two DPAs with Companies for Bribery Act Offenses (July 20, 2021), https://www.sfo.gov.uk/2021/07/20/sfo-secures-two-dpas-with-companies-for-bribery-act-offences/ [https://perma.cc/Z453-EHXM]).

A. Background: The United Kingdom Bribery Act of 2010 and the Crime and Courts Act 2013

As a signatory of the enormously important Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials, adopted by the Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) in 1997 ("OECD Bribery Convention")[161], the UK was obligated to join the fight against overseas corruption by adopting and enforcing appropriate legislation. However, it was slow in achieving results. As late as 2008, the Working Group on Bribery of the OECD, tasked with reviewing the energy and effectiveness of its members' anti-corruption efforts, "sharply criticised" the UK record[162].

One well-known inhibition affecting British enforcement efforts against corporate crime has been its approach to corporate criminal responsibility – that is, the requirements necessary to convict a corporation of a crime. The applicable principle in the United States, at least in federal courts, is notably broad: Since 1909, the governing principle has been *respondeat superior*, a principle derived from tort law[163]. This principle holds a corporation criminally responsible for acts of its "agents" – broadly interpreted to include not only officers and employees, but also others acting with it – that tended to benefit the corporation in any way[164]. U.S. law recognizes no "compliance defense", in the sense that a corporation can be found guilty even if its "agent" acted against the expressed policy, or even the specific direction, of the corporation[165]. In contrast, the United Kingdom follows the so-called "directing mind" principle, also known as the "identification principle", which posits that a corporation can be found liable for a crime only if relatively senior corporate officers (the "directing mind") knew of and approved of the offending acts[166].

The current Director of the UK Serious Fraud Office (SFO)[167] and her predecessor[168] have emphasized that the directing mind principle is a major impediment to corporate law enforcement: Corporations are more difficult to convict, and as a result have fewer incentives to cooperate with criminal investigations. The UK Bribery Act of 2010[169] addressed this problem, at least in part, by creating a new crime. Section 7 of that Act, known as the "corporate offense", provides that in the event of an act of bribery committed by someone "associated" with the corporation, the corporation is automatically guilty – except that "it is a defence for [the corporation] to prove that [it] had in place adequate procedures designed to prevent persons associated with [the corporation]

161 - The text of the OECD Bribery Convention is available on the OECD website. Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions, Nov. 21, 1997, https://www.oecd.org/daf/anti-bribery/ConvCombatBribery_ENG.pdf [https://perma.cc/36LS-GJR3].

162 - *OECD Group Demands Rapid UK Action to Enact Adequate Anti-Bribery Laws*, OECD (Oct. 16, 2008), https://www.oecd.org/corruption/anti-bribery/oecdgroupdemandsrapidukactiontoenactadequateanti-briberylaws.htm [https://perma.cc/4QCY-HYZE].

163 - New York Cent. & H.R.R. Co v. United States, 212 U.S. 481, 493 (1909); Sara Sun Beale, *The Development and Evolution of the U.S. Law of Corporate Criminal Liability*, 126 Zeitshrift Für Die Gesamte Strafrechtswissenschaft 27, 28 (2014).

164 - Beale, *supra* note 162, at 30–31.

165 - *See* United States v. Hilton Hotels Corp., 467 F.2d 1000, 1005 (9th Cir. 1972) ("[A]s a general rule a corporation is liable . . . for the acts of its agents in the scope of their employment, even though contrary to general corporate policy and express instructions to the agent.").

166 - Tesco Supermarkets Ltd. v Nattrass [1972] AC 153 (appeal taken from Eng.) (restricting corporate liability to acts of "the Board of Directors, the Managing Director and perhaps other superior officers who carry out functions of management and speak and act as the company"). *See generally* Amanda Pinto & Martin Evans, Corporate Criminal Liability (2008).

167 - Lisa Ostrofsky, testifying before the Justice Committee of Parliament in December 2018, said that "the SFO are being 'hamstrung' by the identification principle, which is preventing the corporate 'big boys' from being brought to account." *Why Is It So Hard to Prosecute Companies in the UK?*, BCL Solicitors LLP, https://www.bcl.com/why-is-it-so-hard-prosecute-companies-in-uk/#_ftn6 [https://perma.cc/NB6A-XNF2].

168 - Former SFO director David Green noted that the identification principle "makes prosecuting large companies difficult, which has undermined public confidence and motivated the boards of such organizations to keep their distance." *David Green, Director of UK's Serious Fraud Office, Gives Keynote at Program for Corporate Compliance and Enforcement conference*, NYU L. (Apr. 29, 2016), https://www.law.nyu.edu/news/David-Green-Serious-Fraud-Office-UK-corporate-compliance-criminal-liability [https://perma.cc/JCU9-QJCC].

169 - Bribery Act 2010, c. 23 (UK), https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/23/contents [https://perma.cc/XF9V-4EHM].

from undertaking such conduct"[170]. The SFO has published (and recently updated) guidelines outlining what it will accept as "adequate procedures" that would suffice to provide a defense under Section 7[171], although if not resolved through negotiation the defense would need to be raised at trial.

In 2014, and pursuant to the terms of Schedule 17 of the Crime and Courts Act 2013 ("Schedule 17")[172], the United Kingdom introduced its first-ever form of a corporate deferred prosecution agreement. This was followed by the Deferred Prosecution Agreements Code of Practice (DPA Code of Practice) issued jointly by the SFO and the Crown Prosecution Service (CPS)[173], which provides significant detail concerning the procedures for negotiating a DPA[174]. The Sentencing Council of the UK also issued a "Definitive Guideline" of sentencing parameters for the crimes eligible for DPAs[175].

While clearly inspired by the American version, the UK deferred prosecution regime is distinctly different.

The British approach is the creation of affirmative and specific legislation, which establishes detailed procedures and standards. As noted above, no legislation or rule in the United States has addressed corporate DPAs (or NPAs); they are purely the invention of prosecutors and defense counsel who have found them effective and useful[176]. Further, only a corporation can negotiate a DPA in the United Kingdom[177]. Even as U.S. prosecutors have increasingly embraced DPAs and NPAs as useful tools for corporations, the agreements were originally envisioned – and continue to serve – as a lifeline for disadvantaged individuals caught up in the criminal justice system[178]. Schedule 17, and particularly the DPA Code of Practice issued by the SFO and the CPS, offers a detailed and principle-based framework for analyzing whether to offer, and ultimately approve, a DPA[179]. The role of the respective prosecutors' offices is, of course, central. The DPA Code of Practice notes at the outset that "[t]he SFO and the CPS are first and foremost prosecutors and it will only be in specific circumstances deemed by their Directors to be appropriate that they will decide to offer a DPA instead of pursuing the full prosecution of the alleged conduct"[180].

It then specifies that – as in any prosecution – each case must be evaluated at an "evidential stage" to determine whether the evidence is sufficient to demonstrate a "likelihood of conviction", and then a "public interest" stage to determine whether a prosecution is in the public interest[181].

170 - Bribery Act 2010, c. 23 § 7 (U.K.).

171 - *Evaluating a Compliance Program*, Serious Fraud Off., https://www.sfo.gov.uk/publications/guidance-policy-and-protocols/guidance-for-corporates/evaluating-a-compliance-programme/ [https://perma.cc/PR38-5T84].

172 - The Crime and Courts Act 2013, c. 22 (UK), http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/22/contents/enacted [https://perma.cc/84X2-SLQM]. The DPA provisions appear in Schedule 17 to the Act. *Id.* § 17.

173 - Serious Fraud Off., Deferred Prosecution Agreements Code of Practice 1 (2013), https://www.cps.gov.uk/sites/default/files/documents/publications/DPA-COP.pdf [https://perma.cc/Y2TF-EBZ8].

174 - The Director of the SFO and the Director of Public Prosecutions (who heads the CPS) are the only prosecutors authorized to enter into DPAs. *Id.* at 2.

175 - Sentencing Council, Fraud, Bribery, and Money Laundering Offences: Definitive Guideline (2014), https://www.sentencingcouncil.org.uk/wp-content/uploads/Fraud-Bribery-and-Money-Laundering-offences-definitive-guideline-Web.pdf [https://perma.cc/8YEL-82M2].

176 - *See supra* Part II.

177 - *See generally* Sentencing Council, *supra* note 174.

178 - *See supra* note 5 and accompanying text.

179 - *See supra* note 171 and accompanying text.

180 - Serious Fraud Off., Deferred Prosecution Agreements Code of Practice ¶ 2.1 (2013), https://www.cps.gov.uk/sites/default/files/documents/publications/DPA-COP.pdf [https://perma.cc/Y2TF-EBZ8].

181 - Serious Fraud Off., Guidance on Corporate Prosecutions (U.K.), https://www.sfo.gov.uk/?wpdmdl=1457 [https://perma.cc/Q6N9-74RJ], and Crown Prosecution Serv., Bribery Act 2010: Joint Prosecution Guidance of The Director of the Serious Fraud Office and The Director of Public Prosecutions (Sept. 2019), https://www.cps.gov.uk/legal-guidance/bribery-act-2010-joint-prosecution-guidance-director-serious-fraud-office-and [https://perma.cc/5VZ6-GERZ] set forth the general guidelines that prosecutors must follow in determining whether to prosecute corporate criminal offenses.

B. The Role of the Courts in Approving a DPA

Perhaps the most notable departure from the U.S. model is the UK's provision for judicial supervision of the procedure and scrutiny of the result. Schedule 17 requires that a prosecutor who contemplates negotiating a DPA (whether the Director of the SFO or the Director of Public Prosecutions) seek and obtain judicial approval at two distinct steps[182]. First, a prosecutor cannot even engage in definitive negotiations with a corporate defendant's counsel without judicial authorization pursuant to Paragraph 7 of Schedule 17[183]. The prosecutor must first make an initial evaluation whether to pursue a negotiated DPA at all, and then "invite" a corporation to determine whether it would consider negotiating one[184]. Paragraph 7 provides:

> After the commencement of negotiations between a prosecutor and [a corporation] in respect of a DPA but before the terms of the DPA are agreed, the prosecutor must apply to the Crown Court for a declaration that–
>
> (a) entering into a DPA with [the corporation] is likely to be in the interests of justice, and
>
> (b) the proposed terms of the DPA are fair, reasonable and proportionate[185].

Paragraph 7 also obligates the court to "give reasons for its decision whether or not to make a declaration" requested by the parties[186]. Since the parties may not ultimately reach a definitive agreement, and principally to protect the corporation's right to defend itself, both the hearing and the court's "reasons" at the preliminary approval stage under Paragraph 7 must "be given in private", to be made public only if (and when) a final approval is given[187].

If the parties reach a definitive agreement after receiving "preliminary" approval pursuant to Paragraph 7, the DPA cannot go into effect without "Court approval... [at a] final hearing" pursuant to Paragraph 8, which provides in pertinent part:

> (1) When a prosecutor and [the corporation] have agreed the terms of a DPA, the prosecutor must apply to the Crown Court for a declaration that–
>
> (a) the DPA is in the interests of justice, and
>
> (b) the terms of the DPA are fair, reasonable and proportionate.
>
> (2) But the prosecutor may not make an application under sub-paragraph (1) unless the court has made a declaration under paragraph 7(1) (declaration on preliminary hearing).
>
> (3) A DPA only comes into force when it is approved by the Crown Court making a declaration under sub-paragraph (1).
>
> (4) The court must give reasons for its decision on whether or not to make a declaration under sub-paragraph (1).
>
> (5) A hearing at which an application under this paragraph is determined may be held in private.
>
> (6) But if the court decides to approve the DPA and make a declaration under sub-paragraph (1) *it must do so, and give its reasons, in open court*[188].

Schedule 17 provides that after approval "the prosecutor must publish" the entire DPA itself, as well as the court's declarations

182 - *See supra* note 173.

183 - Crime and Courts Act 2013, c. 22, sched. 17 ¶ 7 (U.K.).

184 - *Id.* While the DPA Guidelines provide that the "invitation" can only come from a prosecutor, in practice such an invitation can be "suggested" by a corporation.

185 - *Id.* ¶ 7(1)(b).

186 - *Id.* ¶ 7(2).

187 - *Id.* ¶ 7(4).

188 - *Id.* ¶ 8 (emphasis added).

under both Paragraphs 7 and 8[189]. Schedule 17 also sets out procedures for later determining if a corporation has breached a DPA, which can only be established by a court[190].

While these provisions give reviewing judges considerable latitude, they do *not* allow a judge to resolve factual disputes, which must be agreed upon by the parties as a condition to applying for approval. Article 6.2 of the DPA Code of Practice provides:

> The parties should resolve any factual issues necessary to allow the court to agree terms of the DPA on a clear, fair and accurate basis. The court does not have the power to adjudicate upon factual differences in DPA proceedings.

C. Judicial Scrutiny of the DPAs to Date

All of the ten DPAs published to date were successful in obtaining court approval, absent which they would have remained "private" – in principle, forever. This leaves open the possibility that in cases that are still "private", the prosecutor and a corporate defendant reached a preliminary or even a final agreement, but the agreement was not approved pursuant to Paragraph 7 or 8, respectively. Common sense suggests that any such judicial non-approval would more likely take place at the "preliminary" approval phase under Paragraph 7 rather than when submitted for "final approval" under Paragraph 8, simply because preliminary approval requires a judicial finding of "likelihood" that the parties were on track to negotiate an appropriate agreement [191].

Of the ten DPAs that are known and public as of this writing, the first four were scrutinized and ultimately approved (both preliminarily and finally) by Sir Brian Leveson, a now-retired, well regarded former President of the Queen's Bench Division of the High Court[192]. Judge Leveson was presumably aware that his decisions would be carefully analyzed, and would establish notable precedent as the first of their kind. His four "final" judgments under Paragraph 8 average thirty pages in length. Each goes into the relevant facts in considerable detail, and provides the thoroughly developed "reasons for [his] decision", within the meaning of Paragraph 8, based on the specific facts of each case.

In the very first case, involving Standard Bank PLC[193], Judge Leveson established a few key themes that persist through all of the DPAs to date. He began by noting that the UK DPA system, while modeled on the American one, was distinctly different, in particular because of the role required of him as the reviewing judge[194]. In the rather lengthy discussion that followed, Judge Leveson made it clear that neither of the two

189 - The second publicly approved DPA concerned a company that could not "currently be named due to ongoing, related legal proceedings," and thus was published in redacted form under the name "XYZ Limited." *See* Press Release, Serious Fraud Office, SFO Secures Second DPA (July 8, 2016), https://www.sfo.gov.uk/2016/07/08/sfo-secures-second-dpa/ [https://perma.cc/L9BA-89KS]. Three years later, after three individuals implicated in the matter had been acquitted, the company was identified as Sarclad Ltd. and the relevant documents published in unredacted form. *Sarclad Ltd.*, Serious Fraud Off. (July 28, 2021), https://www.sfo.gov.uk/cases/sarclad-ltd/ [https://perma.cc/7YXC-EGDZ].

190 - Crime and Courts Act 2013, c. 22, sched. 17, ¶ 9 (U.K.).

191 - Judge Leveson testified in the House of Lords:
[T]hat in one of the four cases to date he had not approved the application on the first occasion: 'I made a number of points to the SFO and to the company concerned. In effect, I told them to go away and think again... They did think again. Then the parties came back and I was prepared to be satisfied.' Since the hearing was in private, we do not know the reason why Sir Brian did not approve the application on the first occasion...
Select Committee on the Bribery Act 2010, *supra* note 158 ¶ 82 (internal citations omitted).

192 - The organizations consenting to these DPAs are Rolls-Royce PLC (SFO investigation announced in 2013); Tesco Stores Ltd (2014); Standard Bank PLC (2015); and Sarclad Ltd (2019). More information on these cases is located at *Case Information*, Serious Fraud Off., https://www.sfo.gov.uk/our-cases/ [https://perma.cc/A3KQ-B46S].

193 - Links to the Deferred Prosecution Agreement and related judicial declarations can be found at *Standard Bank PLC*, Serious Fraud Off., https://www.sfo.gov.uk/cases/standard-bank-plc/ [https://perma.cc/ESG9-EPVD].

194 - *See, e.g.*, Approved Judgement, Serious Fraud Office v. Standard Bank PLC [2015] EWHC(QB) U20150854 ¶ 2 (Eng.), https://www.judiciary.uk/wp-content/uploads/2015/11/ sfo-v-standard-bank_Final_1.pdf [https://perma.cc/42SB-9DP3] ("In contra-distinction to the United States, a critical feature of the statutory scheme in the UK is the requirement that the court examine the proposed agreement in detail, decide whether the statutory conditions are satisfied and, if appropriate, approve the DPA.").

possible prosecutors, nor the corporations that reach an agreement with them, should consider the reviewing judge to be a rubber stamp. Instead, any applications for approval would need to persuade the judge that based on the specific facts of the case, the proposed agreement was in fact in the public interest, and that the agreed-upon sanctions were proportionate[195].

Judge Leveson delineated the factors in favor of finding that the proposed Standard Bank agreement was in the public interest. Among them were that the Bank was not accused of bribery itself but only the Section 7 violation of not having prevented bribery[196]. He also emphasized that "[o]f particular significance was the promptness of the self-report, the fully disclosed internal investigation and cooperation of Standard Bank . . . [t]he agreement for an independent review of anti-corruption policies and the fact that Standard Bank is now differently owned, a majority shareholding having been acquired by [a different company]"[197]. Turning to the issue of proportionality, he noted "[t]he most difficult assessment was as to the appropriate financial penalty which para. 5(4) of Schedule 17 mandates must be 'broadly comparable to the fine that a court would have imposed' following conviction after a guilty plea"[198]. He then scrutinized the proposed penalty and concluded that it in fact was proportionate[199]. Judge Leveson concluded with these remarks:

> Although these proceedings have been required to validate a proposal and, then, a concluded agreement... it is important to emphasise that the court has assumed a pivotal role in the assessment of its terms. That has required a detailed analysis of the circumstances of the investigated offence, and an assessment of the financial penalties that would have been imposed had the Bank been convicted of an offence. In that way, there is no question of the parties having reached a private compromise without appropriate independent judicial consideration of the public interest: furthermore, publication of the relevant material now serves to permit public scrutiny of the circumstances and the agreement[200].

The three subsequent DPA approvals by Judge Leveson, as well as the further ones conducted by other judges, basically followed the pattern established in *Standard Bank*, certainly with respect to the close scrutiny given by the reviewing judge to the respective proposed agreements. The judgments are not entirely consistent and in fact show some evolution in the importance given to the gravity of the offense[201] and

195 - *Id.*; *id.* ¶ 21.

196 - *Id.* ¶ 11.

197 - *Id.* ¶ 14.

198 - *Id.* ¶ 16.

199 - In his preliminary approval judgment pursuant to Paragraph 7, although not in his final judgment, Judge Leveson noted that in determining proportionality he had taken into consideration what the outcome would have been had Standard Bank reached an agreement with the United States Department of Justice:
[A] useful check is to be obtained by considering the approach that would have been adopted by the US authorities had the Department of Justice taken the lead in the investigation and pursuit of this wrongdoing... [T]he Department of Justice has confirmed that the financial penalty is comparable to the penalty that would have been imposed had the matter been dealt with in the United States and has intimated that if the matter is resolved in the UK, it will close its inquiry.
Id. ¶ 58.

200 - *Id.* ¶ 21.

201 - Judge Leveson noted in his preliminary approval of a DPA with Standard Bank that "The first consideration must be the seriousness of the conduct for the more serious the offence, the more likely it is that prosecution will be required in the public interest and the less likely it is that a DPA will be in the interests of justice." *Id.* ¶ 25. He emphasized that the bank had only been implicated in having failed to maintain an "adequate" compliance program, but that none of the officers of the bank had been shown to be complicit in actual bribes. *Id.* ¶ 26. A year later, however, in the XYZ Limited Case (later revealed to be Sarclad Ltd., see *supra* note 188), he concluded that the company itself "was involved, through its controlling minds, in the offer and/or payment of bribes to secure contracts in foreign jurisdictions," and thus could have been prosecuted for the much more serious offense of bribery. *See supra* note 188. He nonetheless approved the DPA, finding that under "all the circumstances," the case met the requirements of the "public interest" requirement. Approved Judgement ¶¶ 1, 24, Serious Fraud Office v. Sarclad Ltd., U20150856 (Crown Court at Southwark, July 11, 2016).

the significance of a "first report"[202]. In later testimony before the House of Lords, Judge Leveson acknowledged that his judgments did not lay down strict rules but rather involved a process of "balancing" the "circumstances" of each case[203]. Critically, none of the judgments suggests that the reviewing judge took at face value, or declined to challenge, the proposals jointly made by the prosecution and defense.

In at least two of the judgments, the reviewing judges emphasized that the judicial role was limited to the scrutiny mandated by Schedule 17 and did not extend to functions allocated to another branch of government. In his review of a DPA with Serco Geographix Limited (SGL)[204], Justice William Davis inquired whether his approval would control whether or not the company would be barred from subsequent public service contracts, an issue he viewed as "political":

> If the effective consequence of approval of the proposed DPA were to be that SGL could continue to supply services to government departments whereas the company would not be able to do so in the event of a conviction, I doubt whether I would give approval. Public concern over the way in which public services are provided by private companies is real. For me to take a course which would amount to a favourable determination of the position of a private company vis-a-vis public procurement would involve me in a quasi-political decision. That is not the function of a judge in any context and certainly not in the context of the approval of a course which leads to a company not being prosecuted for serious fraud[205].

Justice Davis ultimately concluded that "my approval of this DPA will not be the determining factor in what is a political decision"[206], and approved the agreement[207].

The UK DPA regime has received criticism for the failure of the prosecuting authorities to successfully prosecute individuals associated with the corporate events involved in the DPAs, since to date not a single individual associated with published DPAs has been convicted for the offenses outlined, often in detail, in the published documents[208]. There has also been some concern about the fairness of a DPA being published that might imply the guilt of individuals in violation of their presumption of innocence until personally charged

202 - As the House of Lords commented:
Thus in the space of 14 months we moved from a full one third discount being 'entirely justified and appropriate' in a case of self-reporting (Standard Bank, November 2015), to a 50% discount being appropriate in a case of self-reporting 'not least to encourage others how to conduct themselves when confronting criminality' (XYZ, June 2016), to a 50% discount being appropriate where the company, though it did not self-report, demonstrated 'extraordinary co-operation' (Rolls-Royce, January 2017).
See Select Committee on the Bribery Act 2010, *supra* note 158 ¶ 294.

203 - The fact that an investigation was not triggered by a self-report would usually be highly relevant in the balance but the nature and extent of the co-operation provided by Rolls-Royce in this case has persuaded the SFO not only to use the word 'extraordinary' to describe it but also to advance the argument that, in the particular circumstances of this case, I should not distinguish between its assistance and that of those who have self-reported from the outset.
Id. ¶ 273.

204 - Judgement, Serious Fraud Office v. Serco Geografix Ltd. [2019] EWHC(CC) U20190413 (Eng.), https://www.judiciary.uk/wp-content/uploads/2019/07/serco-dpa-4.07.19-2.pdf [https://perma.cc/C45L-7NTY].

205 - *Id.* ¶ 27.

206 - *Id.* ¶ 28.

207 - *See also* Approved Judgment, R v. Airbus SE, https://www.sfo.gov.uk/download/airbus-se-deferred-prosecution-agreement-statement-of-facts/ [https://perma.cc/JT82-KKQ2], ¶ 86 n.1 (noting that "[w]hether discretionary debarment follows from the facts giving rise to a DPA, remains a discretionary decision of HMGovernment").

208 - *See, e.g.*, Susan Hawley, *Guralp Receives UK DPA, Individuals Acquitted*, FCPA Blog (Dec. 23, 2019, 7:48 AM), https://fcpablog.com/2019/12/23/guralp-receives-uk-dpa-individuals-acquitted/ [https://perma.cc/8Q59-DJH6] (noting that "[t]his is the third DPA in the UK where individuals charged with the wrongdoing that formed the basis of the DPA have been acquitted by a court."). For a general review of the relative success of the English/Welsh DPA regime in comparison with its United States counterpart, see Qingxiu Bu, *The Viability of Deferred Prosecution Agreements (DPAs) in the UK: The Impact on Global Anti-Bribery Compliance*, Eur. Bus. Org. L. Rev. (2021), https://link.springer.com/article/10.1007/s40804-021-00203-5 [https://perma.cc/C6VV-DHXP]. For more disagreement with the UK approach, see generally Vladimir Kruglyak, *The Regulatory Criminal Law in the UK: Analyzing Dissenting Factors of the Deferred Prosecution Agreements* (University of Westminster School of Law Research Paper), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3559286 [https://perma.cc/XDY5-U5WP].

and convicted[209]. But there has been little controversy over the importance of judicial scrutiny and publication. In 2019, the House of Lords conducted an inquiry into the effectiveness of the Bribery Act and issued a report. With respect to the issue of judicial involvement in approving DPAs, the Lords heard the testimony of Judge Leveson who remarked:

> I think [judicial oversight] is absolutely critical, because we do not do plea bargains in this country, as others do. This has to be conducted in public, so that, in other words, everybody can see what is being done in their name. Therefore, there is no private deal between a prosecutor and a company that nobody ever hears anything about... The disinfectant of transparency in this area is absolutely critical[210].

The Lords then noted, "We entirely agree.[211]" They ultimately concluded that "[i]n our call for written evidence we asked for views on whether the introduction of DPAs had been a positive development in relation to offences under the Bribery Act. From all sides of the spectrum, the answer has been a resounding 'yes'.[212]"

209 - In the most recently published judgment approving a DPA, Lord Justice Andrew Edis opened his discussion with language not found in earlier DPAs:
As I explain below, the court does not make findings of fact in the present exercise. It is necessary to assess the culpability of the behaviour of a company but no process has taken place by which the culpability of individual people has been determined or assessed. Companies act through individuals, and it is necessary to consider some conduct for that reason, but the court has not heard from any individuals or called upon them for their side of the story. This judgment deals with the culpability of the company Amec Foster Wheeler Energy Limited (AFWEL) and not that of any individual person. That culpability is determined by reference to agreements reached between AFWEL and the SFO and documents supplied by those parties. No individual has agreed any of these facts, or supplied any document to the court about them. I make no findings of any kind against any individual, and my comments below are to be read in that context.
Amec Foster Wheeler Energy Ltd.—Deferred Prosecution Agreement Judgment, Serious Fraud Off. (July 1, 2021), https://www.sfo.gov.uk/download/amec-foster-wheeler-energy-limited-deferred-prosecution-agreement-judgment/ [https://perma.cc/5TYK-DZS7].

210 - Select Committee on the Bribery Act 2010, *supra* note 158 at ¶ 268.

211 - *Id.* ¶ 269.

212 - *Id.* ¶ 325.

IV. France

The French version of a Deferred Prosecution Agreement provides a particularly interesting study: it was manifestly adopted in response to the U.S. model in order to give French prosecutors procedural flexibility commensurate with their American counterparts, but it was grafted onto a distinctively different criminal justice system based on "civil law" rather than "common law" principles. The French DPA has already been used on several occasions, and for reasons developed below, may well provide prosecutors with a much-needed tool – in significant part because it helps them avoid one specific (and characteristically French) form of judicial review when criminal investigations are conducted by an investigating magistrate.

A. Background: French Efforts to Combat International Corruption, Traditional French A. Investigation Procedures, and the Loi « Sapin II »

France signed the OECD Bribery Convention, and pursuant to its obligations thereunder it amended its Criminal Code in 2000 to include provisions criminalizing overseas bribery[213]. Its efforts to prosecute violations of the new law, however, got off to a very slow start. As late as 2018, not a single French corporation had been convicted of overseas bribery[214]. During that period, the U.S. Department of Justice prosecuted four large, well-known French companies

213 - The overseas corruption provisions of the French Penal Code are found at art. 435-3 *et seq*., https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT0000060707 19&dateTexte=20060701 [https://perma.cc/S6HP-FWMD]. An official English version of the Penal Code has been published by the French Ministry of Justice and can be found at https://www.legislationline.org/documents/action/popup/id/8888 [https://perma.cc/B6Q5-MR2B]. The English version, however, is not regularly updated and may at any point be out of date; in the opinion of the author, its translations are sometimes unreliable.

214 - French technology company Safran was originally convicted of overseas bribery in 2012, but it was acquitted on appeal at the request of the prosecutor. *See* Frederick T. Davis, Sean Hecker & Charlotte Gunka, *France Takes Steps to Implement Its Anti-Corruption Laws – or Does It?*, Debevoise & Plimpton, https://www.debevoise.com/insights/publications/2016/05/fcpa-update-may-2016 [https://perma.cc/WD56-YJ7L].

under the U.S. Foreign Corrupt Practices Act even though the defendants had far greater contacts with France than with the United States. The negotiated outcomes in those cases – a mixture of guilty pleas, DPAs and NPAs – netted more than $2 billion in payments to U.S. treasuries, and not a penny to French authorities[215].

There has been much discussion about why French efforts were so unproductive. Among many potential factors are the limits imposed by French criminal law in establishing the corporate criminal responsibility for acts of officers, employees or agents – limits which were far more restrictive in France than in the United States[216]. But the relative success of U.S. prosecutors in pursuing French companies also suggests that U.S. procedures simply gave U.S. prosecutors a flexibility and power that their French counterparts lacked. Chief among the American tools were the "sticks" of potentially huge fines (as well as the relative ease of prosecuting corporations) and the "carrots" of negotiated outcomes with results that often were considered more favorable, and certainly more predictable, than might otherwise be obtained[217]. Under those circumstances, it was logical for multinational corporations faced with possible criminal investigation by authorities in both the United States and France to negotiate first with the United States[218].

Clearly stung by this situation, French legislators adopted several changes to French criminal procedures and administration. In 2013, France established a National Financial Prosecutor's office (NFPF), which has nationwide authority to investigate and prosecute economic and financial crimes[219]. This office has developed an experienced group of investigators and prosecutors, who have already shown that they are capable of taking big financial cases to court against large companies represented by excellent lawyers, and winning[220]. In December 2016, after extensive debate and grudging approval by France's chief administrative body, the legislature passed a law officially called "Law Relative to Transparency, to the Fight Against Corruption, and to the Modernization of Economic Life" known universally as the Loi "Sapin II" after Michel Sapin, the Minister of Finance who proposed

215 - The four cases are discussed in Frederick T. Davis, *Where Are We Today In The International Fight Against Overseas Corruption: An Historical Perspective, and Two Problems Going Forward*, 23 ILSA J. of Int'l & Comp. L. 337 (2017), which provides links to the Department of Justice websites on each of the cases.

216 - Frederick T. Davis, *Limited Corporate Criminal Liability Impedes French Enforcement of Foreign Bribery Laws*, Global Anticorruption Blog (Sept. 1, 2016), https://globalanticorruptionblog.com/2016/09/01/guest-post-unduly-limited-corporate-criminal-liability-impedes-french-enforcement-of-foreign-bribery-laws/#more-6926 [https://perma.cc/DK74-ZQYX].

217 - *See supra* note 214 and accompanying text.

218 - Davis, *supra* note 214, at 342 (footnote omitted):
As a result, my strong sense from speaking with prosecutors, defense lawyers, and corporate counsel in France is that if a company feels it faces the risk of U.S. as well as French prosecution, it will focus its efforts on dealing with the U.S. risk in the first instance, and assume that French prosecutors will fall into place later. In essence, as I have put it elsewhere, the U.S. is positioned as the 'ultimate arbiter' on the sufficiency of bribery prosecutions around the world—as well as the recipient of billions of dollars of criminal and administrative fines, and other payments, made on the basis of such prosecutions.

219 - The NFPF maintains a public information site, https://www.tribunal-de-paris.justice.fr/75/actualites-parquet-national-financier [https://perma.cc/MN5D-KLGS], with occasional pieces in English.

220 - In February 2019, a trial court in Paris convicted Swiss banking giant UBS and its French subsidiary of money-laundering relating to tax evasion and issued a sentence of over 4 billion Euros. *See* Frederick T. Davis, *UBS Judgment: Dawn of a New Era?*, 35 Int'l Enforcement L. Rep. 1 (2019). The UBS conviction is now on appeal, which has modified the penalty but confirmed the conviction; a further review in France's Supreme Court (*Cour de Cassation*) may be sought.

it[221]. The Loi "Sapin II" made a number of noteworthy changes[222]. It greatly increased the maximum penalty that could be applied to corporations, which instead of having a (rather low) cap now could be based on variable metrics such as annual turnover. It obligated all but very small corporations to adopt internal compliance measures meeting certain specified criteria.

It created a new French Anticorruption Agency, known as the AFA, which unlike its toothless predecessor has proven to be quite active. Among other duties, the AFA supervises internal compliance programs, imposing administrative sanctions for ones that fail to meet required standards[223]. It has also issued "guidelines" on various anti-corruption issues, often working closely with the NFPF[224].

Two features of French criminal procedure which had previously hindered negotiations bear on the significance of this relatively new form of negotiated outcomes.

First, France has had virtually no tradition of negotiated criminal outcomes[225]. In 2004 the legislature introduced a procedure known as a CRPC, standing for "*comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité*" ("appearance on a prior acknowledgement of responsibility")[226]. This procedure allowed – but did not require – a judge to enter a criminal conviction upon uncontested facts if requested by both parties. Relatively few CRPCs were issued, and very few for corporations[227]. A major disincentive is that the CRPC results in an immediate criminal conviction.

This outcome often appears strategically less inviting than awaiting the outcome of an investigation (which as noted in the next paragraph may take a long while), particularly for a corporation that may claim a "corporate defense" that the corporate entity was not criminally responsible for the acts of its officers or employees[228]. But more broadly, the CRPC procedure did not envision "negotiation" in the sense that United States guilty pleas, DPAs, and NPAs are negotiated, for which there has been no tradition in France. In essence, it amounted to a "take it or leave it" offer from a prosecutor to plead guilty[229].

221 - In March 2016, a non-final version of the Loi "Sapin II" was reviewed by the Conseil d'État, an important administrative body that, among other functions, issues "advice" on certain kinds of proposed legislation. CE Ass., Mar. 24, 2016, 391.262, https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/20160330_avis_conseil_etat_pjl_sapin2.pdf [https://perma.cc/JE85-FKTT]. The opinion was notably critical of the proposed DPA-equivalent described below, which it found to be inimical to French traditions of "public debate" about guilt and the "search for the truth" because it resulted from private negotiations. *Id.* at 12. It nonetheless found that the "advantages" of the procedure outweighed these disadvantages. *Id.* The particular advantage noted was the "existing procedures and practices in different States to deal with international corruption", clearly referring to U.S. success with its DPA procedure. *Id.* at 10.

222 - *See generally* Loi 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (1) [Law 2016-1691 of December 9, 2016 relating to Transparency, the Fight Against Corruption, and the Modernization of Economic Life], Journal Officiel de la République Française [J.O.] [Official Gazette of France], Dec. 10, 2016, no. 0287. The law's text, as well as its principal legislative history, can be found (in French) at https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000033558528 [https://perma.cc/3QYN-4HMN].

223 - *Id.*

224 - In June 2019, the NFPF and the AFA jointly issued guidance on the elements that the NFPF will take into account in negotiating a CJIP. Fr. Nat'l Fin. Prosecutors Off. & Fr. Anti-Corruption Agency, Guidelines on the Implementation of the Convention Judiciaire d'Intérêt Public (2019), https://www.agence-francaise-anticorruption.gouv.fr/files/files/EN_Lignes_ directrices_CJIP_revA-FA%20Final%20(002).pdf [https://perma.cc/62CA-46TG].

225 - *See generally* Jacqueline Hodgson, *Guilty Pleas and the Changing Role of the Prosecutor in French Criminal Justice* (Warwick Sch. of L. Research Paper No. 2010/15), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1650571 [https://perma.cc/E7Z8-DFP]. *See also* Einbinder, *infra* note 234.

226 - The CRPC is set forth in article 495-7 *et seq*. of the French Code of Criminal Procedure. Code de procédure pénale [C. pr. pén.] [Criminal Procedure Code] arts. 495-7 to -13 (Fr.).

227 - For a description of one corporate CRPC, see Margot Sève & Michel Perez, *Is the French Approach to International Financial Crime on the Verge of a Paradigm Shift?*, *in* International Financial and White Collar Crime, Corporate Malfeasance and Compliance (Margot Sève & Michel Perez eds., 2016), https://www.kramerlevin.com/images/content/2/3/v2/23544/1609-RTDF-Dill-Aliz-e-The-Rise-of-the-American-Deferred-Prosecu.pdf [https://perma.cc/BP7Y-FZBF].

228 - The appellate acquittal of Safran was in response to the prosecutor's position that the company should not be held responsible for the acts of two individuals who (the prosecutor maintained) had engaged in illicit payments. *See supra* note 213.

229 - *See generally* Antoine Kirry, Frederick T. Davis & Alexandre Bisch, *France*, *in* The International Investigations Review 121 (2020).

Second, and directly linked to the issue of judicial review, most large economic crimes in France have been investigated not by a prosecutor but by a judge through a special procedure known as an "instruction"[230]. In complex cases, a prosecutor may refer the investigation to a specialized judge known as a *juge d'instruction* (or "investigating magistrate"). While such a referral is in some cases discretionary, prosecutors traditionally have made them in large corporate cases of any significant degree of complexity[231]. The investigating magistrate is not a prosecutor, but rather is a judicial officer viewed as a neutral tasked with establishing what happened, and in particular to assemble both inculpatory and exculpatory evidence[232].

If the investigating magistrate concludes that there is sufficient evidence to hold a person or corporation responsible for a crime, the magistrate will issue an opinion (known in France as an *ordonnance de renvoi*) binding the person or company over to a trial on the merits[233]. While the prosecutor is consulted on that decision (as are counsel for suspects as well as counsel for known victims), the decision whether to proceed to trial is made entirely by the investigating magistrate, who can (and sometimes does) order that a case proceed to trial notwithstanding the negative view of the prosecutor[234].

This procedure has at least two effects that inhibit any form of plea bargaining. First, an *instruction* simply takes a very long time – in complex cases, possibly as long as ten years or even more – and thus puts little pressure on a company to seek a resolution. And second, the decision-makers are judges, whose traditions have been inimical to negotiation of any sort[235].

B. The "French DPA" – a "Judicial Agreement in the Public Interest"

Among the most innovative features of the Loi "Sapin II" was its introduction of a form of Deferred Prosecution Agreement known in France as a "CJIP", standing for "*Convention Judiciaire d'Intérêt Public*" (Judicial Agreement in the Public Interest)[236]. In August 2021, the government issued a decree that was designed to "simplify" CJIP procedures in order to facilitate their use[237].

The CJIP was unquestionably introduced to address the specific perceived problem that U.S. prosecutors had pursued a number of French corporations for international crimes such as overseas bribery – an affront not only to national pride but also to France's public finances, since in the principal outcomes negotiated by U.S. prosecutors, all the fines and other penalties were kept by U.S. treasuries. As noted above, the legislative history of the law focused on the effect of U.S. outcomes; further, the CJIP procedure is strictly limited to corporations (individuals must resort either to a guilty plea under the CRPC procedure, or go to trial), and it applies only to overseas corruption, money-laundering, and other financial crimes typical of international law enforcement – and in which the U.S. authorities had achieved

230 - *Id.* at 122. The procedure is also sometimes known as an "*information judiciaire*." *See* Code de procédure pénale [C. pr. pén.] [Criminal Procedure Code] arts. 79–87 (Fr.).

231 - *Id.*

232 - Code de procédure pénale [C. pr. pén.] [Criminal Procedure Code] art. 82 (Fr.). (providing that the investigating magistrate should adopt "all measures appropriate to the discovery of the truth." (author's translation)).

233 - *Id.* art. 80.

234 - *Id.*

235 - For an excellent review of corporate criminal investigations in France, see generally Fred Einbinder, *Corruption Abroad: From Conflict to Co-Operation: A Comparison of French and American Law and Practice*, 3 Int'l Comp, Policy & Ethics L. Rev. 667 (2020).

236 - A useful explanation in English of the French CJIP and proposed practices for its implementation can be found in a joint report by NFPF and the AFA. Fr. Nat'l Fin. Prosecutors Off. & Fr. Anti-Corruption Agency, *supra* note 223.

237 - Décret 2021-1045 du 4 août 2021 portant adaptation et simplification de la procédure applicable à la convention judiciaire d'intérêt public et relatif à l'affectation des assistants spécialisés [Decree 2021-1045 of August 4, 2021 Adapting and Simplifying the Applicable Procedure to the Legal Agreement in the Public Interest and Relating to the Assignment of Special Assistants], Journal Officiel de la République Française [J.O.] [Official Gazette of France], August 4, 2021, https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/ id/JORFTEXT000043914155 [https://perma.cc/T9ZY-U3DP].

notable successes[238].

There are two different forms of a CJIP depending on the procedural status of the matter.

In cases where an *instruction* is underway – that is, where an investigating magistrate has been empowered and is in charge of the investigation – the investigating magistrate can, either at the request or with the agreement of the prosecutor, initiate a CJIP procedure. This takes place after the investigating magistrate has identified a corporation against which there is "serious and corroborated" evidence of guilt, at which point the company is in essence informed that it is a target of the investigation – a procedure known in France as "*mis en examen*"[239].

If an investigating magistrate has not yet been authorized – a stage of an investigation known as a *enquête préliminaire* (preliminary investigation) – the prosecutor can "propose" a CJIP to a corporate entity, and a CJIP can be reached without any investigating magistrate participation at all[240]. In either case, notice must be given to identified victims, who can participate in negotiating a CJIP, and in its outcome[241]. The CJIP must address a number of specific items, including the payment of an agreed-upon penalty and the submission by the company to a period no greater than three years of supervision of its compliance programs by the French Anticorruption Agency[242]. There are a number of procedural requirements, including notice to identified victims and to individuals within the company whose personal responsibility may be examined, but who would not be covered by the CJIP, which applies only to corporations[243]. When agreement is reached, it is submitted to the presiding judge of the local district court (*Tribunal judiciaire*) for approval[244]. The presiding judge must hold a hearing in the presence of corporate representatives and any identified victims[245]. The judge can approve the agreement if found to be consistent with the relevant procedures, and that financial provisions are "proportional" relative to the profits or other advantages gained from the illicit activity and to the penalties prescribed by the applicable laws[246].

Notwithstanding the denomination of the procedure as a "judicial" agreement "in the public interest", the legislation does not in so many words require the judge to certify that the agreement is in the public interest. The law provides that the final outcome does not constitute a "declaration of guilt" and has "neither the nature nor the effects of a criminal judgment"[247]. While the outcome and its component documents are published on the internet site of the French Anticorruption Agency[248], the result is not entered in what is known as the "*casier judiciaire*", an official list of convicted companies and individuals[249].

238 - *See* the "opinion" of the French *Conseil d'État*, *supra* note 220, which clearly references U. S. competition as a basis for its grudging endorsement of the Loi "Sapin II".

239 - Code de procédure pénale [C. pr. pén.] [Criminal Procedure Code] arts. 180–82 (Fr.).

240 - *Id.* art. 41-1-2.

241 - In French criminal procedure, victims can appear as actual parties to the criminal matter; they may be entitled to notice of various stages of an investigation, may participate in trials and appeals, and typically receive any compensation from a criminal defendant as part of the ultimate judgment rather than through a separate civil proceeding. *See* Davis, Kirry & Bisch, *supra* note 228, at 122. While separate civil proceedings can take place under certain circumstances, in most situations victims participate in, and receive any compensation from, the criminal matter. In some circumstances where there has been a particularly large, impactful crime, the State may set up a victims' compensation fund to provide quick compensation to victims, in which case the fund becomes subrogated to the rights of the victims and can pursue compensation damages in a criminal matter. *Id.*

242 - Code de procédure pénale [C. pr. pén.] [Criminal Procedure Code] art. 41-1-2 (Fr.).

243 - *Id.*

244 - *Id.*

245 - *Id.*

246 - *Id.*

247 - *Id.*

248 - La convention judiciaire d'intérêt public [The Legal Convention of Public Interest], Agence Française Anticorruption, https://www.agence-francaise-anticorruption.gouv.fr/fr/convention-judiciaire-dinteret-public [https://perma.cc/SQ9U-C67C].

249 - Code de procédure pénale [C. pr. pén.] [Criminal Procedure Code] art. 775 (Fr.).

C. The Negotiated Outcomes to Date

As of this writing, thirteen CJIPs have been formally approved and made public[250]. The website link for each provides the agreement itself ("*convention*") and the formal order approving it ("*ordonnance de validation*"). In three of them, the AFA list helpfully provides an English version of the agreement, and five of them include an official press release[251]. One of them notes that the company involved had completed its agreed-upon period of supervision by the AFA, and includes a formal notice called an "*Avis d'Extinction de l'Action Publique*", which effectively serves as the equivalent of a "dismissal with prejudice" under U.S. procedures[252], and thus protects the company against further prosecution.

The published judicial opinions reveal relatively little, at least in comparison with the much lengthier and discursive opinions published in England and Wales[253]. The first approved CJIP, entered in November 2017, involved a Swiss subsidiary of banking giant HSBC, which followed an *instruction* that had been commenced in 2013 pursuant to which two investigating magistrates had investigated allegations of money laundering and unauthorized banking activities[254]. The agreement between HSBC and the NFPF recited the relevant history, summarized the factual findings made by the investigating magistrates, and noted that the bank "acknowledges these facts and accepts their legal characterization"[255]. It then specified the calculation of payments (totaling 300 million Euros), some of which went to the French State, which appeared as a "victim" on the basis of lost tax revenues[256]. The four-page approval by the court recited the procedural history and summarized the details of the agreement[257]. The court then confirmed that the calculation of payments appeared consistent with legal requirements, and that the bank had "clearly and unambiguously" accepted responsibility for its acts and committed to specific steps to avoid repetition [258]. The opinion concludes: "It appears that the CJIP is fully justified in its principles and in the amount, and thus is approved.[259]"

Judicial reviews of the subsequent CJIPs mostly follow this model. With one exception noted below, the judicial *ordonnance de validation* in each case is between three and five pages long, recites the procedural history and the elements of the deal, and concludes in very general (and nearly identical) terms that the CJIP satisfied the applicable procedural requirements, and was "justified in its principle and its implementation"[260].

While the judicial approval in each case appears formulaic, particularly in comparison with their English/Welsh

250 - The AFA maintains and updates a list of approved CJIPs, found at https://www.agence-francaise-anticorruption.gouv.fr/fr/convention-judiciaire-dinteret-public [https://perma.cc/SQ9U-C67C], which contains links to the documentation of each.

251 - *See id.*

252 - *See supra* note 21 and accompanying text.

253 - *See supra* Section III.C.

254 - Convention judiciaire d'intérêt public entre le procureur de la République financier et HSBC Private Bank (Suisse) S.A., [Judicial Public Interest Agreement Between the National Financial Prosecutor and HSBC Private Bank Suisse SA], Cour d'appel [CA] [regional court of appeal] Paris, Oct. 9, 2017, PNF 11 024 092 018, https://www.agence-francaise-anticorruption.gouv.fr/files/201810/CJIP_HSBC.pdf [https://perma.cc/ZJ3U-WUKH], *translated in* https://www.agence-francaise-anticorruption.gouv.fr/files/2018-10/CJIP_English_version. pdf [https://perma.cc/L6DK-WTPH].

255 - *Id.* ¶ 27.

256 - *Id.* ¶ 49.

257 - Ordonnance de validation d'une convention judiciaire d'intérêt public, procureur de la République financier/HSBC Private Bank Suisse [Order for Validation of a Judicial Agreement in the Public Interest, Prosecutor of the Financial Republic/HSBC Private Bank Switzerland], Cour d'appel [CA] [regional court of appeal] Paris, Nov. 14, 2017, PNF 11 024 092 018 (Nov. 14, 2017), https://www.agence-francaise-anticorruption.gouv.fr/files/2018-10/ordonnance_validation.pdf [https://perma.cc/LR29-X3U8].

258 - *Id.* at 3 (translation by author).

259 - *Id.* at 4 (translation by author).

260 - Ordonnance de validation d'une convention judiciaire d'intérêt public, procureur de la République/SAS SET Environnement [Order for Validation of a Judicial Agreement in the Public Interest, Prosecutor of the Republic/SAS SET Environment] 3, Cour d'appel [CA] [regional court of appeal] Versailles, Feb. 23, 2018, 11245045572, https://www.agence-francaise-anticorruption.gouv.fr/files/2018-10/Ordonnance_validation_CJIP_SAS_SET_ ENVIRONNEMENT.pdf [https://perma.cc/LB64-M6AQ].

counterparts, they do reflect that the parties had been tasked with justifying to a judge the appropriateness ("*bien fondé*") of the agreement in conformity with the legislation and the relevant sentencing parameters, and that these had been verified by the judge. Among these decisions, two evolutions stand out.

First, two of the decisions involved very large European companies with extensive international operations, banking giant Société Générale and aerospace giant Airbus, which were accused of having engaged in overseas bribery payments. Both companies were simultaneously being investigated by the U.S. Department of Justice, and Airbus by the British Serious Fraud Office as well. The published CJIPs emphasize that the investigations and negotiated outcomes were resolved in coordination with the parallel investigations, and in fact, the CJIPs were announced simultaneously with DPAs negotiated in parallel in the other countries. The Airbus case is particularly noteworthy because the payments to French authorities were far greater than those paid to U.S. and UK authorities combined[261].

This, of course, was a far cry from the several FCPA outcomes summarized above[262] where U.S. authorities caused French companies to enter into DPA and other agreements and kept both the credit and the proceeds. In April 2020 the National Financial Prosecutor Jean-François Bohnert appropriately noted, in a formal and widely published interview, that in the Airbus case his office had acted as the "pivot" in leading the coordinated investigations by his office, the DoJ, and the SFO[263].

Bohnert's interview also underscored a second evolution observable from the CJIPs to date: his office now has a much greater degree of independence from judicial supervision and control because the CJIP procedure allows his office to reach outcomes without any participation by an investigating magistrate[264].

The Airbus CJIP was notable in that no *instruction* had been commenced; no investigating magistrate had been involved at all, but rather the matter had been handled, in France, by the NFPF and police investigators in a preliminary investigation (*enquête préliminaire*)[265]. Bohnert noted that in 2019, over 80% of the cases conducted by his office were handled on the basis of such a preliminary investigation (thus without an investigating magistrate), and that companies were free to reach out directly to his office if they wished to enter into discussions leading to a CJIP[266]. This is a major development because if the NFPF and other prosecuting offices in France succeed in encouraging French companies to "self report" to prosecutors with the aim of working out a CJIP and without the need

261 - Convention judiciaire d'intérêt public entre le procureur de la République financier et Airbus SE, [Judicial Public Interest Agreement Between the National Financial Prosecutor and Airbus SE], Cour d'appel [CA] [regional court of appeal] Paris, Jan. 29, 2020, PNF 16 159 000 839, https://www.agence-francaise-anticorruption.gouv.fr/files/files/ 20200129%20CJIP%20AIRBUS%20signée.pdf [https://perma.cc/L4NA-SKRF]; Press Release, U.S. Dep't of Just., Airbus Agrees to Pay over $3.9 Billion in Global Penalties to Resolve Foreign Bribery and ITAR Case (Jan. 31, 2020), https://www.justice.gov/opa/pr/airbus-agrees-pay-over-39-billion-global-penalties-resolve-foreign-bribery-and-itar-case [https://perma.cc/7X8V-MXY9]; SFO Enters into €991m Deferred Prosecution Agreement with Airbus as Part of a €3.6bn Global Resolution, U.K. SFO (Jan. 31, 2020), https://www.sfo.gov.uk/2020/01/31/sfo-enters-into-e991m-deferred-prosecution-agreement-with-airbus-as-part-of-a-e3-6bn-global-resolution/ [https://perma.cc/GG4V-L4J6].

262 - *See supra* note 214 and accompanying text.

263 - « Il m'apparaîtrait abusif de parler dorénavant de justice négociée » [Jean-Francois Bohnert: "It now seems disrespectful to speak of negotiated justice"], L'Observatoire de la Justice Pénale (Apr. 17, 2020), https://www.justicepenale.net/post/jean-fran%C3%A7ois-bohnert-il-m-appara%C3%AEtrait-abusif-de-parler-dor%C3%A-9navant-de-justice-n%C3% A9goci%C3%A9e [https://perma.cc/V2JG-XD9U] ; *see also* Frederick T. Davis, *How France Is Modernizing Its Criminal Procedure and Streamlining Its Resolution of Corporate Crime Cases*, Global Anticorruption Blog (May 27, 2020), https://globalanticorruptionblog.com/2020/05/27/guest-post-how-france-is-modernizing-its-criminal-procedure-and-streamlining-its-resolution-of-corporate-crime-cases/#more-16002 [https://perma.cc/26YY-97T3] (providing a short summary of the interview in English).

264 - Davis, *supra* note 262.

265 - *See supra* note 239 and accompanying text. While two of the earlier CJIPs had also involved a preliminary investigation without an investigating magistrate, they were domestic tax investigations conducted in the first instance by tax authorities and, in any event, would likely not have been referred to as an "instruction".

266 - *See* Davis, *supra* note 262.

to involve an investigating magistrate, the prosecutors may be able to move far more quickly, decisively, and effectively than in the past[267].

A recently publicized CJIP differed from its predecessors in two respects. The case involved the French transportation and logistics company Bolloré SE and its activities in Togo. After a long investigation conducted mostly by the NFPF, in February 2021 the NFPF and Bolloré SE submitted for judicial approval an agreed-upon CJIP that provided for payment of a fine of 12 million Euros and the adoption of certain preventative measures[268]. Simultaneously, the prosecutor presented for approval guilty pleas (under the CRPC procedure described above[269]) of the company's CEO Vincent Bolloré and two other individuals, who acknowledged responsibility for corruption acts in Togo and agreed to fines of 375,000 Euros[270]. The judicial approval of the Bolloré SE CJIP is seven pages and somewhat longer than the equivalent documents in the other public cases. It goes into significantly greater detail about the acts for which the company accepted responsibility. Even more noteworthy was the refusal of the judge (the same one who simultaneously accepted the corporate CJIP) to accept the CRPC guilty pleas of the individuals, noting that the proposed sentences were "unsuitable" in the context of the facts acknowledged in the CJIP because they had "seriously undermined economic public order" and attacked "the sovereignty of Togo"[271].

Overall, the CJIP procedure offers the French prosecutor an avenue to sideline one form of judicial review or control (the tradition of having complex cases handled by an investigating magistrate), without creating significant judicial constraints on the CJIP process itself, since the judges who have reviewed the CJIPs negotiated to date have not only approved them, but in contrast to their English/Welsh counterparts, have not indicated that they will scrutinize such deals to assure that they are in the "public interest". The incentives to negotiate directly with the prosecutor in corporate cases were undoubtedly enhanced by the UBS conviction after trial in February 2019. After it was publicly reported that the UBS entities had been offered, and declined, a CJIP, the NFPF obtained a judgment against the company and the imposition of penalties totaling 1.8 billion euros – considerably more than what the CJIP would have cost them[272]. In contrast, the rejection of the individual CRPC by Vincent Bolloré[273] has been interpreted in France to create an important disincentive by emphasizing that senior corporate individuals, who are often the key strategists in negotiating a corporate CJIP, may face tougher scrutiny.

V. Other Countries

The deferred prosecution regimes in England/Wales and France have led to roughly a dozen formal outcomes in each country pursuant to the judicial review procedures noted above. Other countries

267 - *See* Davis, *supra* note 262.

268 - Convention judiciaire d'intérêt public entre le procureur de la République financier et Bolloré SE et Financière de l'Odet SE [Judicial Public Interest Agreement Between the Public Prosecutor and Bolloré SE and Financière de l'Odet SE], Cour d'appel [CA] [regional court of appeal] Paris, Feb. 9, 2021, PNF 12 111 072 209, http://www.justice.gouv.fr/art_pix/CJIP_bollore_20210902.pdf [https://perma.cc/EEH2-XPZ6].

269 - *See supra* note 225 and accompanying text.

270 - Paris Court Accepts Corporate DPA While Rejecting Plea Deal for Bolloré Executives, Wilkie Compliance (Mar. 1, 2021), https://complianceconcourse.willkie.com/articles/news-alerts-2021-03-march-20210301-paris-court-accepts-corporate-dpa-while [https://perma.cc/TUS7-PYVF].

271 - *Id.* No written opinion by the trial judge rejecting the individual guilty plea has been made public. The refusal to accept the CRPC, however, has been widely reported and analyzed in France. *See, e.g.,* Emmanuelle Brunelle et al., L'affaire Bolloré ou les limites d'une justice pénale négociée [The Bolloré Case or the Limits of a Negotiated Criminal Justice System], Dalloz Actualité (Mar. 23, 2021), https://www.dalloz-actualite.fr/node/l-affaire-ibollorei-ou-limites-d-une-justice-penale-negociee#.Yg275N9OlpS [https://perma.cc/U9P6-6HTW] (providing an extensive description and analysis in French).

272 - *See* Davis, *supra* note 219.

273 - *See supra* note 270 and accompanying text.

may be following. Two (Canada and Singapore) have adopted DPA regimes but those procedures have not yet been used; two (Australia and Ireland) have developed detailed legislative proposals for DPA regimes that but the laws have not yet been enacted; and two (Brazil and Argentina) have adopted somewhat comparable negotiated corporate outcomes that are not closely modeled on the U.S. DPA.

A. Canada

In late 2018, Canada enacted a comprehensive DPA procedure called the Remediation Agreement Regime ("RAR")[274]. Like the U.K. model upon which it is largely based, Canada's regime provides for judicial review at several points. A prosecutor may propose a remediation agreement to corporations accused of certain enumerated financial fraud, securities, and corruption offenses[275]; in contradistinction to the U.K. version, the prosecutor does not need to obtain judicial approval to enter into such negotiations if she is of the opinion "that there is a reasonable prospect of conviction with respect to the offence"[276] and that "negotiating the agreement is in the public interest and appropriate in the circumstances"[277]. The RAR then not only requires that a court approve a remediation agreement in order for it to come into force[278], but that a remediation agreement can only be modified[279] and terminated[280] with the approval of a court. While no prosecutor has yet used the new provision publicly, commentary about it emphasizes the importance of significant judicial participation[281].

B. Singapore

In March 2018, the Singapore Parliament adopted a DPA regime as part of a broader Criminal Justice Reform Act 2018[282], which revised the Criminal Procedure Code. This Act permits the Public Prosecutor to agree with a corporate entity to enter into a DPA that "must contain" two elements, namely, a charge or draft charge (prepared by the Public Prosecutor) relating to the alleged offence; and a statement of facts relating to the alleged offence, which may include admissions made by the subject that enters into the DPA[283]. The enabling legislation provides an expressly non-exhaustive list of the "requirements that a DPA may impose on the subject that enters into the DPA", which may include compensation to victims, implementation of a compliance program, and appointment of a monitor[284]. Interestingly, the legislation does not require the Public Prosecutor to develop a Code of Practice such as exists in the United Kingdom[285], and it was emphasized during legislative debates that such a Code would only serve as "a tool for criminals to refer to in manipulating the criminal justice system to escape

274 - Criminal Code, R.S.C. 1985, c C-46, 715.3 (Can.).

275 - Criminal Code, R.S.C. 1985, c C-46, Schedule to Part XXII.1 (Can.).

276 - *Id.* ¶ 715.32(1)(a).

277 - *Id.* ¶ 715.32(1)(c).

278 - *Id.* ¶ 715.37(6). A court must approve the remediation agreement "if it is satisfied that (a) the organization is charged with an offence to which the agreement applies; (b) the agreement is in the public interest; and (c) the terms of the agreement are fair, reasonable and proportionate to the gravity of the offence."

279 - *Id.* ¶ 715.38.

280 - *Id.* ¶ 715.4(1). A court is directed to terminate the agreement if it is "satisfied that the organization has complied with the agreement."

281 - *See, e.g.*, Glen Jennings & Matthew Doak, *Canada Moves Forward With a Remediation Agreement Regime*, Mondaq (Sept. 21, 2018), http://www.mondaq.com/canada/x/738578/White+Collar+Crime+Fraud/Canada+moves+forward+with+a+remediation+agreement+regime [https://perma.cc/X3RH-BPTU]. In one poll, 89% of respondents expressed a preference for a DPA regime that featured some degree of judicial involvement. *Canadians Favour More Tools for Prosecutors to Combat White-Collar Crime and Want to See Legislation That Better Targets Guilty Parties*, Ipsos (June 15, 2016), https://www.ipsos.com/en-ca/canadians-favour-more-tools-prosecutors-combat-white-collar-crime-and-want-see-legislation-better [https://perma.cc/4MB7-TK4R].

282 - Criminal Justice Reform Act, 2018 (Act No. 12/2018) (Sing.)

283 - *Id.* § 149(E)(1).

284 - *Id.* § 149(E)(3).

285 - *See supra* notes 171–174 and accompanying text.

punishment"[286]. Section 149(F) of the Act provides that a DPA does not go into effect until the Public Prosecutor has "appl[ied] by criminal motion to the High Court", and the court has issued a "declaration" that the DPA is "in the interests of justice", and that the terms of the DPA are "fair, reasonable and proportionate"[287]. To date, though, no Public Prosecutor has publicly used the Singapore DPA regime, and there is some concern that few corporations may be eager to enter one in the absence of a strong risk of corporate prosecution under Singapore corporate criminal responsibility provisions[288].

C. Australia

In December 2019, the Australian Government introduced proposed legislation called the Combatting Corporate Crime Bill[289], to replace a largely similar proposal that had lapsed. This bill includes a new strict liability offense for corporations that "fail […] to prevent" a foreign bribery, emulating Section 7 of the UK Bribery Act discussed above in Part 3(A)[290]. The law would authorize the Commonwealth Director of Public Prosecutions (CDPP) to "negotiate, enter into, and administer" deferred prosecution agreements with corporations, but not with individuals[291], accused of certain enumerated offenses – generally foreign bribery, fraud, money laundering and lesser included offenses[292] – and lists the required components of a DPA[293]. Clearly attempting to respond to public demands for some form of judicial review[294], the legislators were constrained by the separation of powers principle that a true judicial officer cannot review an agreed-upon outcome[295]. As a result, the current bill provides that an agreed-upon DPA be reviewed by a retired judge, who must be "a former judicial officer of a federal court or of a State or Territory..."[296]. Once a DPA has been negotiated between the CDPP and a corporation, the CDPP submits the DPA to the approving officer with a written statement indicating that the CDPP is "satisfied that there are reasonable grounds to believe that an offence specified in the DPA has been committed" and that "entering into the DPA is in the public interest"[297]. The

286 - Eunice Chua & Benedict Chan Wei Qi, *Deferred Prosecution Agreements in Singapore: What is the Appropriate Standard for Judicial Approval?*, 16 Int'l Comment. on Evid. 1, 2 (2019) (quoting Singapore Parl. Deb. Official Report vol. 94 (Mar. 19, 2018) (remarks of Indranee Rajah, Senior Minister of State for Law)).

287 - Criminal Justice Reform Act, 2018 § 149(F) (Act No. 12/2018) (Sing.). For excellent discussions of the Singapore DPA, see Eunice Chua, *Deferred Prosecution Agreements in Singapore?*, Singapore L. Blog, http://www.singaporelawblog.sg/blog/article/205 [https://perma.cc/LYX4-X8B4]; Eunice Chua & Benedict Chan Wei Qi, *Deferred Prosecution Agreements in Singapore: What Is the Appropriate Standard for Judicial Approval?*, 16 Int'l Comment on Evid. 1 (2019).

288 - Sandy Baggett, *Singapore Introduces Deferred Prosecution Agreements*, Freshfields Bruckhaus Deringer (Mar. 22, 2018), https://riskandcompliance.freshfields.com/post/102eszp/singapore-introduces-deferred-prosecution-agreements [https://perma.cc/65RA-PH5B]:
[I]t's worth noting that, at this time, Singapore has not proposed any amendments to the standard for corporate criminal liability, which has closely followed the English common law "identification principle," namely that at least one individual who is sufficiently senior to be considered the company's "directing mind and will" had the relevant criminal intent. That could present a huge hurdle for prosecutors wanting to use the new DPA regime where a company wants to challenge corporate attribution.

289 - Crimes Legislation Amendment (Combatting Corporate Crime) Bill 2019 (Cth) (Austl.).

290 - *Id.* sch 1 subdiv. C.

291 - *Id.* sch 2 item 4.

292 - *Id.* sch 2 item 17B(1).

293 - *See generally Failure to Prevent Foreign Bribery and Deferred Prosecution Agreements: The Latest Reforms Proposed to Australia's Corporate Criminal Regime*, Ahurst (Dec. 5, 2019) https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/failure-to-prevent-foreign-bribery-and-deferred-prosecution-agreements/ [https://perma.cc/R9J2-QXFE].

294 - *See Proposed Model for a Deferred Prosecution Agreement Scheme in Australia*, Australian Gov't: Att'y-Gen.'s Dep't, https://www.ag.gov.au/integrity/consultations/proposed-model-deferred-prosecution-agreement-scheme-australia [https://perma.cc/JB77-SYQ3].

295 - The Attorney General has noted that under Australian law, "courts cannot merely 'rubber stamp' administrative processes or penalties that have been 'agreed' in advance by the parties. To do so would not be consistent with the role and function of courts under the Constitution." Senate Economics References Committee, Report: Foreign Bribery 16 (2018), https://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Senate/Economics/Foreignbribery45th/Report/c05 [https://perma.cc/895A-98DD] (quoting Consultation of the Attorney General); *see also* Barbaro v The Queen; Zirilli v The Queen [2014] 253 CLR 58, 33 (Austl.) (emphasizing the distinct and separate "roles" of the court and the prosecutor in determining a sentence).

296 - Crimes Legislation Amendment (Combatting Corporate Crime) Bill 2019 (Cth) sch 2 item 17G(2) (Austl.).

297 - *Id.* sch 2 item 17D(1)–(2).

approving officer then must approve the DPA if satisfied that "the terms of the DPA are in the interests of justice[,]... fair, reasonable, and proportionate"[298] – in essence, the same standard applicable to true judicial scrutiny in England and Wales.

D. Ireland

Ireland does not currently have a DPA regime, but the possibility of introducing a statutory scheme has been the subject of recent discussion as part of a broader conversation on corporate crime and financial regulatory reform, which may be the basis for future legislative action.

In January of 2016, the Irish Law Reform Commission (LRC) solicited public comment on the adoption of DPAs[299]. After receiving submissions and consulting with national and foreign experts on economic concerns, in October 2018 the LRC issued an extensive *Report on Regulatory and Corporate Offenses* in which it recommended that Ireland adopt a DPA scheme that closely resembles the UK model[300]. The proposed scheme would allow the Director of Public Prosecutions (DPP) to offer a DPA to corporations under investigation for certain financial crimes; whether to make such an offer is left to the discretion of the prosecutor and would not itself be subject to judicial review, but the proposed legislation would require the DPP to develop and publish a "Code of Practice" setting out the standards the DPP will apply in negotiating a DPA[301]. Emphasizing that "judicial oversight and approval of DPAs is at the very heart of the [proposed] DPA scheme"[302], the proposed act would require a court to apply the two-prong test found in the UK scheme and approve the DPA only if it is satisfied "(1) that the DPA as a whole and its individual terms are fair, reasonable and proportionate; and (2) that approval of the DPA is in the interests of justice"[303].

E. Argentina

In December 2017, the Argentine Congress adopted a new Corporate Liability Law, Law No. 27.401, which went into effect in March 2018 and significantly amended the national Penal Code[304]. Its principal, and most widely discussed, feature is a change in

298 - *Id.* sch 2 item 17D(4).

299 - Law Reform Commission of Ireland, Issues Paper on Regulatory Enforcement and Corporate Offenses (Jan. 27, 2016), https://www.lawreform.ie/news/press-release-issues-paper-on-regulatory-enforcement-and-corporate-offences-.606.html [https://perma.cc/PL5C-FHL7].

300 - Law Reform Commission of Ireland, 1 Report on Regulatory and Corporate Offenses, ¶¶ 1–2, 24–29 (Oct. 23, 2018), https://www.lawreform.ie/_fileupload/Completed%20Projects/LRC%20119-2018%20Regulatory%20Powers%20and%20Corporate%20Offences%20Volume%201.pdf [https://perma.cc/2M6J-HZV9].

301 - *Id.* at 270 ¶ R 5.06:
The Commission recommends that the statutory framework for DPAs will provide that the Director of Public Prosecutions (DPP) is to produce and publish a Code of Practice (comparable to the DPP's Guidance for the Cartel Immunity Programme), which will set out the detailed substantive and procedural elements of the DPA scheme, including the role of the DPP, the standards the DPP will apply in the process of negotiating and preliminarily agreeing a DPA and the relationship between the DPP and any relevant regulator in this context.
The DPP has also published Guidelines for Prosecutors which outlines a non-exhaustive list of factors that prosecutors should consider when deciding whether to prosecute a particular case. *Id.* at 221 ¶¶ 5.11–.13.

302 - *Id.* at 266 ¶ 5.176.

303 - *Id.* at 267 ¶ R 5.03(1)–(2). The Law Society of Ireland, in supporting the proposed legislation, has emphasized the need for judicial review. The Law Society emphasized that it would be in favour of DPAs along the lines of the UK model rather than the US model. Judicial and executive oversight is crucial. The preservation of entities and employment is of great importance in a country our size. However, this priority must not operate to damage public confidence in our authorities. Thus, a consistent approach to enforcement is crucially important.
L. Soc'y of Ireland, Response to Law Reform Commission's Issues Paper on: Regulatory Enforcement and Corporate Offences 7 (July 2016), https://www.lawsociety.ie/globalassets/documents/committees/business/subs/response-lrc-regulatoryenforcement-july2016.pdf [https://perma.cc/Y43N-SMU8].

304 - For the text of the legislation in Spanish, see Law No. 27401, Dec. 1, 2017, B.O. (Arg.). An unofficial translation into English that had previously been accessible on the internet is no longer active. For a summary of the new provisions, see OECD, Argentina: Follow-up to the Phase 3bis Report & Recommendations (July 2019), https://www.oecd.org/corruption/anti-bribery/OECD-Argentina-3bis-follow-up-report-ENG.pdf [https://perma.cc/XT8Q-3SGL]; Guillermo Jorge & Fernando Basch, *In Argentina, a New Statute on Corporate Criminal Liability*, The FCPA Blog (January 9, 2018, 2:08 PM), https://fcpablog.com/2018/1/9/jorge-and-basch-in-argentina-a-new-statute-on-corporate-crim/ [https://perma.cc/JAD7-YXSZ]; Guillermo Jorge & Fernando Basch, *Argentina Introduces Deferred Prosecution Agreements*, The FCPA Blog (January 16, 2018, 12:28 PM), https://fcpablog.com/2018/01/16/jorge-and-basch-argentina-introduces-deferred-prosecution-ag/ [https://perma.cc/3HWD-PSTA].

the law on corporate criminal liability, which now makes a wide variety of entities strictly liable for the acts of their agents on their behalf. This provision, adopted in response to OECD recommendations, is viewed as an important step forward in Argentina effort to combat transnational corruption[305].

Less widely discussed is a new procedure for a so-called "effective collaboration agreement", which approximates a U.S.-style DPA or possibly an NPA[306]. As explained by two participants in the legislative drafting process[307], a corporate defendant may seek a mitigated outcome by making a full disclosure of the relevant facts and by cooperating in the recovery of assets and the identification of individual offenders. A prosecutor satisfied with this disclosure can agree to significantly reduced penalties, and may include other provisions such as reparation to victims, community service, and implementation or improvement of a compliance program.

The legislation provides generally for judicial review, and it appears that the ultimate sanctions are decided, or must be approved, by the Court. The legislation does not appear to contain standards for such review, and thus the procedure may essentially be a mechanism to get the case before a court without a trial. There does not yet appear to be any published outcomes under this new provision, and it is not clear from the legislation whether an appeal will lie from a judicial rejection of an agreement[308].

305 - *See* OECD, *supra* note 303.

306 - *Id.* at 23, 25.

307 - Jorge & Basch, *supra* note 303; *see also* Pedro Serrano Espelata et. al., *Argentina in The Global Investigations Review, The Practitioners Guide to Global Investigations*, Glob. Investigations Rev., (Jan. 8, 2020), https://globalinvestigationsreview.com/guide/the-practitioners-guide-global-investigations/2020/article/argentina [https://perma.cc/69EY-HXET]; Matteson Ellis, *Argentina Introduces Corporate Liability and Compliance Standards in New Anti-Corruption Law*, FCPAmericas (Mar. 6, 2018), https://fcpamericas.com/english/anti-corruption-compliance/argentina-introduces-corporate-liability-compliance-standards-anti-corruption-law/ [https://perma.cc/6D32-LY3H].

308 - *See* OECD, *supra* note 303.

F. Brazil

Brazil does not have a comprehensive DPA scheme comparable to the U.S., U.K. or other models, but it offers administrative leniency agreements (ALAs). These ALAs originated in enforcement of antitrust offenses and have been extended to certain corruption offenses in an effort to ramp up anti-corruption enforcement by offering negotiated agreements linked to self-reporting and cooperation[309]. These agreements, "*acordos de leniência*"[310], were introduced as part of the Clean Company Act (CCA) in 2013 along with a federal regulating decree and sweeping amendments to its bribery laws to expand the tools available to anti-corruption enforcement agencies[311]. In particular, the CCA does not specifically provide for judicial review but rather relies on the issuance of administrative guidelines and internal administrative reviews[312]. The actual implementation of such agreements is difficult to evaluate in the context of Brazil's notoriously complex anti-corruption architecture, where more than one agency

309 - *See Understand the Leniency Agreement*, Licks Attorneys (Aug. 17, 2020), https://www.lickslegal.com/post/understand-the-leniency-agreement [https://perma.cc/8ERY-6SXL].

310 - Eduardo Soares, *FALQs: Legal Framework for Fighting Corruption in Brazil (Part II)*, In Custodia Legis (May 11, 2016), https://blogs.loc.gov/law/2016/05/falqs-legal-framework-for-fighting-corruption-in-brazil-part-ii/ [https://perma.cc/7Z7L-999S].

311 - Lei No. 12.846, de 1 de Agosto de 2013, (Braz.); Decreto No. 8.420, de 18 de Março de 2015, (Braz.); *see also* Heloisa Barroso Uelze et al., *The Practitioner's Guide to Global Investigations - Sixth Edition: Brazil*, Glob. Investigations Rev. (Jan. 14, 2022), https://globalinvestigationsreview.com/guide/the-practitioners-guide-global-investigations/2022/article/brazil [https://perma.cc/33HN-338P]. In part, this effort was made to comply with international treaty obligations. *See generally*, Caio Marcelo Cordiero Antonietto & Rafael Guedos de Castro, *The Criminal Liability of Legal Entities in Brazil in Light of the New Anti-Corruption Law*, Eur. Sci. J. 63 (April 2015 Spec. Ed.).

312 - Joao Victor Freitas Ferreira, *Brazil's Public Prosecutors' Office Issues Leniency Guidelines*, Mondaq (Oct. 10, 2017), http://www.mondaq.com/brazil/x/635880/White+Collar+Crime+Fraud/Brazils+Public+Prosecutors+Office+Issues+Leniency+Guidelines [https://perma.cc/WT8L-YDUN].

may be simultaneously involved[313].

VI. Conclusion

In just over two decades, Deferred and Non-Prosecution Agreements have become the predominant procedural vehicle for federal prosecution of corporations in the United States, and several countries around the world have also implemented them, or are currently considering their implementation[314]. As this review shows, DPAs as practiced in the country that invented them – the United States – are unique in at least two ways.

First, neither legislation nor official rulemaking has formalized the procedures for U.S. DPAs (or NPAs). Instead, they have simply developed through an evolutionary process as prosecutors and counsel for large corporations have negotiated them, with both parties often galvanized by strategic incentives[315]. Every other country discussed in this article that has adopted, or is seriously exploring, DPA-equivalents has done so through legislation and after a thorough public debate[316].

Second, the U.S. version of DPAs (and even more so NPAs, which do not appear to have a formal equivalent in other countries) are distinctive because of the absence of judicial review, scrutiny, or participation of virtually any kind. The absence of legislation or rule is closely linked with the absence of minimal judicial review: without such a rule or legislation, there are no standards for evaluating a DPA, nor an objective basis upon which a judge could review one.

More fundamentally, an essential separation of powers principle – that only the executive branch can determine whether to prosecute or not – has been interpreted in the United States to be at the heart of DPAs/NPAs, thus offering them a shield from review[317]. As a result, U.S. DPAs and NPAs constitute an exclusive playing field in which prosecutors and corporate lawyers can operate, wielding immense power to achieve consequential results, all while remaining shielded from judicial review or formal public accountability.

Part II of this article noted the lengths to which both prosecutors and corporate defense counsel have gone to shield their agreements from any form of judicial review in the very few instances where a judge even had the temerity to impose it. These tactics should not be surprising. Prosecutors always have an incentive to maximize their independence and thus their power. Defendants, even if corporate, may not generally be fans of prosecutorial power, but once two theoretically adversarial parties have reached an agreement satisfactory to both, they are inherently resistant to any further influence that could potentially imperil their deal, and have no incentive to have that deal measured against the (possibly vague) standard of "the public interest"[318].

The successful effort to fend off judicial review has accompanied, and contributed to, a culture of compliance optimization as the principal justification for criminal law enforcement. As two writers note, "N/DPAs

313 - One observer notes that "[a] core problem is that several public authorities are legally vested with the power (and the duty) to punish wrongdoers but are not legally required to coordinate their actions." Rafael Zabaglia, *Law Enforcement and the Hurdles to the Brazilian Anticorruption Leniency Program*, Mondaq (May 4, 2017), http://www.mondaq.com/brazil/x/591318/White+Collar+Crime+Fraud/Law+Enforcement+And+The+Hurdles+To+The+Brazilian+Anti-corruption+Leniency+Program [https://perma.cc/B6RS-E3RF].

314 - Another observer comments: "Reform is in the air. Many countries are actively engaged in determining how to reform their laws on corporate liability and non-trial resolutions, such as DPAs." Jennifer Arlen, *The Potential Promise and Perils of Introducing Deferred Prosecution Agreements Outside the U.S.*, *in* Negotiated Settlements in Bribery Cases 156, 197 (Tina Søreide & Abiola Makinwa eds., 2020). In November 2021, the OECD issued a long-anticipated amended version of its "Recommendation" for combatting overseas bribery, which includes a recommendation that "member countries consider using a variety of forms of resolutions" including "non-trial resolutions . . based on a negotiated agreement." *See* OECD, Recommendation of the Council for Further Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions 9 (2022), https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0378 [https://perma.cc/C37X-DRTV].

315 - *See supra* Part II.

316 - *See supra* Part V.

317 - *See supra* Section II.C.2.

318 - *See supra* note 64 and accompanying text.

are making significant and controversial contributions to corporate practices, exemplifying a shift in prosecutorial culture from an ex-post focus on punishment to an ex-ante emphasis on compliance"[319]. D/NPAs are realized exclusively through negotiation, without the need to navigate the rules of evidence and other standard prosecutorial complexities, including the need to persuade a neutral trier of fact. Such a system gives federal prosecutors extraordinary latitude and flexibility: they can pursue law enforcement policies where one of their putative adversaries (large corporations) have become a significant mechanism in achieving change. Not surprisingly, one writer has observed that federal law enforcement policies are "turning corporate defendants into corporate cops"[320].

Despite the absence of oversight, such agreements nevertheless have extensive impacts on third parties – and the public. The amount of penalties paid under them is often measured in the billions of dollars, and the detailed prospective conduct (and, sometimes, monitoring) obligations to which corporations agree may affect not only shareholders and employees but competitors, consumers, and other members of the public[321]. As one writer concludes, "[p]lea agreements involving organizations raise issues that individual plea agreements do not..."[322]. The question, then, is whether these important, consequential events should take place entirely behind closed doors, negotiated by powerful lawyers and disclosed to the public only through mutually approved press releases, and without *any* judicial scrutiny or public accountability. As this study shows, such secrecy is not inherent in the DPA procedure: anyone reading the long, detailed, and articulate examinations of English/Welsh DPAs provided pursuant to statute by the High Court of England[323] derives a much more complete, and almost certainly less suspicious, understanding of the relevant context and whether, in fact, each outcome was a good one. To varying degrees noted in this study, the several countries that have adopted or are considering a DPA-equivalent are opting for some degree to judicial involvement and public accountability, which is simply lacking in the United States.

319 - Kaal & Lacine, *supra* note 4, at 59. After a review of empirical evidence, the authors conclude that "corporate governance provisions in N/DPAs significantly increased in the last decade, boosting prosecutors' influence over corporate governance to unprecedented levels." *See also* Brandon L. Garrett, *Structural Reform Prosecution*, 93 Va. L. Rev. 853, 936 (2007) ("Federal prosecutors have stepped far outside of their traditional role of obtaining convictions, and, in doing so, seek to reshape the governance of leading corporations, public entities, and ultimately entire industries.")

320 - Arlen, *supra* note 37.

321 - An opinion issued in a criminal prosecution of an individual, United States v. Connolly, No. 19-3806-cr(L), 2019 WL 2125044, at *1 (S.D.N.Y. May 2, 2019), sheds light on the potential collateral effects of a successful corporate DPA on corporate employees. In that case, a former bank officer was indicted for federal crimes where the prosecution was based in significant part on an internal investigation and report conducted by his employer's attorneys as part of their DPA negotiation and shared with the prosecutor. *Id.* at *20. The defendant complained about this process, and argued that his statements to the investigating attorneys constituted a form of compelled self-incrimination that should have invalidated the case against him. *Id.* While she denied this relief, the judge explored the relationship between the prosecutor's office and the attorneys representing the corporate employer, and concluded that while the corporate attorneys had achieved a "conspicuous success" for their client by negotiating a favorable DPA, it was at the expense of essential fairness to the corporation's employees at the hands of corporate lawyers to whom the prosecutor had, in essence, "outsourced" the investigation. *See* Frederick T. Davis, *Internal Investigations and the Specter of State Action*, 46 Am. Bar Ass'n Litig. J. 1, 2 (May 2020)*; see also* United States v. Stein, 541 F.3d 130, 136 (2d Cir. 2008). In *Stein*, the Second Circuit held that by entering into a DPA with by a large accounting firm that limited its obligations to pay attorney's fees for its employees, the DoJ "unjustifiably interfered with the defendants' relationship with counsel and their ability to mount a defense, in violation of the Sixth Amendment[.]" *Id*.

322 - Brandon L. Garrett, *The Public Interest in Corporate Settlements*, 58 B.C. L. Rev. 1483, 1497 (2017).

323 - *See supra* Part III.

In part, this disparity reflects differing constitutional principles of separation of the powers between the executive and judicial branches, as well as different law enforcement cultures. Curiously, the widest disparity in the extent of judicial participation in DPAs among the countries studied in this article is not between so-called "common law" and "civil law" countries, but between two countries with close and overlapping traditions, namely the United States and the United Kingdom. As of this writing, the most extensive and robust form of judicial scrutiny of DPAs occurs under legislation providing for High Court review and in the DPA approvals to date in England and Wales[324]. The former English colonies other than the United States that are considering or have adopted DPAs[325] all require at least some degree of judicial participation, and their legislative histories generally reflect a choice of the English rather than the U.S. model, even though they vary in exactly how such review should take place[326]. This policy-based rejection of the U.S. approach suggests that the disparity analyzed here will persist.

The question remains: what is the practical significance and effect of these stark differences? The remainder of this Article will address two issues where differences in the existence or extent of judicial participation may be consequential.

A. Does Judicial Review Render Corporate DPAs Less Flexible or Less Certain, and Thus Less Attractive?

It is axiomatic that DPAs under any scenario are consensual agreements. It follows that, to be effective and sufficiently widespread to have any real impact, they must incentivize parties to use them. Does the possibility that a "deal" once reached between prosecutor and corporate defendant may be reviewed, and potentially invalidated, by a judge act as a disincentive to a corporation to enter into it?

From a corporation's perspective, entering into negotiations with a prosecutor does not necessarily commit them to reaching an agreement or foreclose a defense, but doing so is not without risk, because merely opening a discussion may provide a prosecutor with useful information or other strategic advantage. Further, as a practical matter, few DPA discussions are opened by a corporation that do not result in some sort of negotiated outcome. Some DPA regimes attempt to address this issue by formally protecting the right of defense in the event of a failed negotiation. The English/Welsh[327] and the French[328] DPA regimes include specific provisions that if an attempted DPA fails to result in a final public outcome, neither a proposed agreement nor the negotiations leading to it can constitute evidence against the corporation. The same general principles apply in the United States: strong tradition, common law rules of evidence, and the terms of Rule 408 of the Federal Rules of Evidence exclude offensive use of "compromise offers and negotiations" in subsequent

324 - *See supra* Section III.C.

325 - Namely Canada (Section V.A), Singapore (Section V.B), Australia (Section V.C), and Ireland (Section V.D).

326 - In Australia (as noted in Section V.C) constitutional principles of separation of powers would apparently preclude a court as such from reviewing an agreed-upon outcome, so the legislation under consideration will provide for "judicial" review by designated retired judges. *See supra* note 294 and accompanying text.

327 - *See* Crime and Courts Act of 2013, *supra* note 171, sch. 17, ¶ 13. The "Deferred Prosecution Agreements Code of Practice" jointly published by the Serious Fraud Office and the Crown Prosecution Service, provide that "It is recognised that there is a balance to be struck between encouraging all parties to be able to negotiate freely, and the risk that [a corporation] may seek knowingly (or when it should have known) to induce the prosecutor to enter into a DPA on an inaccurate, misleading or incomplete basis." *Id.* The Code lists, on a "non-exhaustive" basis, circumstances under which the prosecutor may use material obtained or information learned during failed DPA discussions.

328 - *See* Code of Criminal Procedure, *supra* note 229, art. 41-1-2 (stating that "if the president of the court does not validate the proposal of an agreement or if the legal person [that is, a corporation] avails itself of its right of retraction, the National Financial Prosecutor may not submit to the investigating judge or to the trial court declarations made or documents passed on by the legal person in the course of the procedure described this article."); NFPF and the AFA. Fr. Nat'l Fin. Prosecutors Off. & Fr. Anti-Corruption Agency, *supra* note 223, at 10 (specifying that this limited protection only occurs "after formalization of a proposal for a CJIP . . .").

proceedings[329]. Counsel often fortify these protections by means of so-called "Queen for a Day" provisions or by making hypothetical proffers. But the protection afforded by this general rule is not total, and may vary from jurisdiction to jurisdiction[330]. As a practical matter, anyone representing or advising a corporation knows that *any* discussion with a prosecutor, especially one unaware of the client's wrongdoing, is a consequential step: reaching out[331] to a prosecutor may be necessary to obtain credit for a genuine "self-report" but it inevitably informs a prosecutor that something presumably illegal has happened and may be worthy of investigation under procedures not prohibited by relevant evidentiary provisions. Even when discussions between a prosecutor and corporate counsel are already taking place (such as when a corporation is under investigation), pursuing a possible DPA outcome can be strategically complex[332]. In this variable context, does it make any difference if a deal once struck with a prosecutor may be subject to further review, and possible non-approval?

There is no easy answer to this question. Given the number of variables and the differences in context, an empirical study comparing outcomes in two countries would be difficult. By far the most outspoken and articulate commentators on DPAs, at least in the United States, are members of prosecution teams and defense bars who have participated in them – and who for reasons noted above[333] have every incentive to close ranks once a deal is cut. But one can imagine two conflicting theories.

One theory is that the possibility of a needed judicial sign-off marks an impediment insofar as it generates uncertainty. This position was advocated by an experienced U.S.-trained lawyer to the House of Lords in 2019 when the House held hearings on DPAs and their implementation, who testified as follows:

> [The lawyer] thought that UK corporate enforcement was "in its adolescence compared to a more mature system in the US." In his view two differences made the US Department of Justice more effective:

'First, the regime offers more certainty. It does that at a certain cost, which is taking power away from judges and giving it to prosecutors. What companies want in resolving these issues is certainty. When you are dealing with DOJ prosecutors, they can

329 - Fed. R. Evid. 408. This rule basically restates common law and provides that evidence of "conduct of a statement made during compromise negotiations" is not admissible.

330 - The risks to transnational criminal investigations posed by differing confidentiality and professional obligations rules are explored in Frederick T. Davis, *How National and Local Professional Rules Can Mess Up an International Criminal Investigation*, Int'l Acad.of Fin. Crime Litigators (June 19, 2019), https://www.financialcrimelitigators.org/node/105 [https://perma.cc/R67J-YNYU].

331 - Both the United Kingdom and the French DPA provisions expressly provide that DPA negotiations can in theory only be instigated (or "invited") by a prosecutor. *See supra* notes 179 & 239 and accompanying text. As a practical matter, prosecutors in both countries have emphasized that they are at all times open to "self-reports" from corporate representatives as a preliminary step to entering into such discussions leading to a DPA. *See, e.g.*, Serious Fraud Off., *supra* note 170 ("A company would only be invited to enter DPA negotiations if there was full cooperation with our investigations. The SFO does not take self reports at face value but must separately establish the extent of the criminality."); Fr. Nat'l Fin. Prosecutors Off. & Fr. Anti-Corruption Agency, *supra* note 223 ("Voluntary self-reporting of the offenses to prosecutors, if timely made, is taken into account favorably, both as regards the choice of the CJIP [DPA] procedure and as a factor reducing the amount of the public interest fine.").

332 - Among other variables in which national regimes and laws differ is whether a corporation can safely conduct or commission an "internal investigation" that may be used as a basis for negotiating a DPA. In some countries, there is the risk that the fruits of such an investigation may not be protected by professional privileges or confidentiality protections. *See* Frederick T. Davis, *By Refusing to Respect Attorney-Client Confidentiality, European Courts Threaten To Undermine Anti-Bribery Enforcement*, Glob. Anticorruption Blog (Aug. 2, 2018), https://globalanticorruptionblog.com/2018/08/02/guest-post-by-refusing-to-respect-attorney-client-confidentiality-european-courts-threaten-to-undermine-anti-bribery-enforcement/#more-11857 [https://perma.cc/X8NG-F2GY]. *See generally* Frederick T. Davis, *Internal Investigations—An Overview*, 10 Tijdschrift voor Sanctierecht & Onderneming 140, 140 (2020).

333 - *See supra* note 64 and accompanying text.

give you the deal and that will be the deal.[334]'

More recently, a judge in France, simultaneously with approving a DPA for a privately owned company, publicly rejected the individual guilty plea of the company's principal on the ground that the agreed-upon sentence insufficiently recognized the gravity of the offense[335]. This rejection was widely viewed in France as an impediment for the national financial prosecutor because it undercut his ability to negotiate a definitive agreement[336]. More broadly, at least one commentator has opined that such review would inhibit "self-reporting" and thus corporate compliance[337].

Alternatively, at least some practitioners might find it advantageous to have a body of law – that is, the opinions issued by reviewing judges – to guide discussions with prosecutors, since both would know that any ultimate agreement would need to survive review on the basis of the publicly stated standards. To date, only opinions issued by the High Court in the United Kingdom[338] offer real guidance in such discussions, since those opinions develop each judge's analysis in some depth and detail. They would permit a negotiating lawyer to argue that a position taken by a prosecutor would not pass review. In France, the fact that each deal cannot go into effect without a judge first certifying its compliance with procedures set forth in legislation likely exerts some influence on negotiation, though less precise guidance than in the United Kingdom since the approvals, to date, have been essentially formulaic[339].

In lieu of judicial opinions, practitioners in the United States have recourse to two other sources of strategic information – both controlled by the prosecutor. First, "guidelines" offered by the Department of Justice (and administrative agencies such as the Securities & Exchange Commission) purport to set out the principles that they apply in negotiating outcomes[340]. These guidelines are supplemented by the public record (including press releases) issued by the Department of Justice when DPAs/NPAs are reached[341], which are reviewed in detail by practitioners for indications of evolving DoJ practice. The DoJ provides a public explanation for negotiated "declinations", or situations where they have agreed not to pursue an investigation in response to information or promises obtained from a corporation[342]. While such indications of policy and practice are useful, the DoJ emphasizes that all such indications of policy are not "binding" and cannot be used as a basis for review in court. They are not

334 - Select Committee on the Bribery Act 2010, *supra* note 158 ¶ 322.

335 - *See supra* note 225 and accompanying text.

336 - Brunelle et al., *supra* note 270.

337 - Jennifer Arlen, *The Potential Promise and Perils of Introducing Deferred Prosecution Agreements Outside the United States* 12 (NYU Sch. of L. Pub. L. & Legal Theory Research Paper Series, Working Paper No. 19-30, 2019), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3428657 [https://perma.cc/66L9-ZBQZ]:
DPAs will not provide adequate incentives to self-report and cooperate – and thus will not enhance deterrence – if the legislation does not target their use at these activities. Thus, countries should not adopt legislation that provides that DPAs can be used whenever a prosecutor or judge concludes that a DPA is in the public interest. This standard introduces uncertainty that lowers companies' incentives to self-report or cooperate.
Professor Arlen also notes that it "is the rare judge who can be expected to have either the expertise or the incentives to intervene to provide genuine oversight" over such agreements. Jennifer Arlen, *Prosecuting Beyond the Rule of Law: Corporate Mandates Imposed Through Deferred Prosecution Agreements*, 8 J. L. Analysis 191, 34 (2016).

338 - *See supra* Section III.C.

339 - *See supra* Part III.

340 - The DoJ issues, and occasionally updates, its Principles of Federal Prosecution of Business Organizations, and its officials often make official statements of policy in prepared (and subsequently published) statements. U.S. Dep't of Just., Principles of Federal Prosecution of Business Organizations, https://www.justice.gov/jm/jm-9-28000-principles-federal-prosecution-business-organizations [https://perma.cc/RUU2-FESX]. *See, e.g.*, Rod Rosenstein, Deputy Attorney General, Remarks at the American Conference Institute (Nov. 29, 2018), https://www.justice.gov/opa/speech/deputy-attorney-general-rod-j-rosenstein-delivers-remarks-american-conference-institute-0 [https://perma.cc/Y64T-QPYT]. In 2020, the DoJ and the SEC issued the Second Edition of their Resource Guide to the U.S. Foreign Corrupt Practices Act, which provides emphasizes the value of "cooperation." U.S. Dep't of Just. & SEC, A Resource Guide to the U.S. Foreign Corruption Practices Act (July 2020), https://www.justice.gov/criminal-fraud/file/1292051/download [https://perma.cc/RX7P-9UR8].

341 - The DOJ website links to its many DPA and NPA outcomes can be found in the two databases noted *supra* note 8.

342 - *See* Jessica A. Roth, *Prosecutorial Declination Statements*, 110 J. Crime & Criminology 477, 497–82 (2020)

the subject or result of public participation[343]. Fundamentally, they do not state the "law" so much as the principles that prosecutors purport to apply, but for which no mechanism exists to hold them accountable[344].

Ultimately, the countries that build judicial review into their DPA procedures do so because their traditions require it; they are unlikely to care very much about the possibility that such review may complicate the process for prosecutors or defense counsel. This view was very clear in the immediate (and somewhat sardonic) response of the House of Lords, in their report on DPAs, to the position of a former United States prosecutor quoted earlier:

> Plea bargaining has never been part of our criminal law. If the maturity and effectiveness of the US system does indeed come at a cost of taking power from judges and giving it to prosecutors, this is a cost we are not prepared to pay[345].

B. Should DPAs be "Transparent"?

As noted above, in the U.S. DPAs (and NPAs) transition from being totally secret to a public *fait accompli*: they are negotiated behind closed doors until both the prosecutor and defense counsel (and the corporation itself) are satisfied and affix their signatures. A DPA is then more or less simultaneously submitted to a court for Speedy Trial Act validation[346] and will appear on the website of the Department of Justice under a section maintained by the Office of Public Affairs. The website entry for each DPA will include links to the DPA itself and to its related or constituent documents, typically including, for example, the Information accusing the corporation of the relevant crimes for which it is acknowledging responsibility, as well as a carefully drafted, inevitably self-congratulatory Press Release[347]. The corporation will often issue its own press release, conveying remorse for the conduct for which it has accepted responsibility, committing to avoid such conduct in the future, and expressing relief that the criminal investigation is over[348]. The corporation may also reassure shareholders that the negotiated outcome will not have an untoward or unmanageable effect on the company's fortunes[349].

Such exercises of public relations are carefully controlled by the parties making them and are clearly coordinated: to avoid causing any dissatisfaction with prosecutors, companies generally pre-clear any release they plan to make before the deal is finalized, and many DPAs contain provisions limiting statements that the corporation may make that might contradict its position in the DPA itself, under threat that any such statement would be a violation of the DPA and could lead to its breach[350].

The point is *not* that these sanitized statements are devoid of great value and interest, since the public, the press and

343 - *See* Garrett, *supra* note 321, at 1538:
The DOJ has pushed for more consistency in its process of investigating and charging corporations, both civilly and criminally. These internal procedural changes, however, lack any acknowledgement of role for the public interest in these prosecutions. Guidelines internal to the DOJ have been adopted but without notice and comment or participation by the public.

344 - *See* Arlen, *supra* note 336, at 34 (urging the development of a "framework" for bringing prosecutor-negotiated "mandates" "within the rule of law.")

345 - Select Committee on the Bribery Act 2010, *supra* note 158 ¶ 323. The Lords added, "We do not believe that the adoption of non-prosecution agreements along the lines of the United States model would add anything of value to the current law on DPAs." *Id.* ¶ 324.

346 - *See supra* note 50 and accompanying text.

347 - *See Office of Public Affairs Documents*, DOJ, https://www.justice.gov/archive/opa/docs.html [https://perma.cc/7DLB-LGGP].

348 - *See, e.g., Press Release, FirstEnergy Corp., FirstEnergy Reaches Agreement to Resolve Department of Justice Investigation (July 22, 2021),* https://investors.firstenergycorp.com/investor-materials/news-releases/news-details/2021/FirstEnergy-Reaches-Agreement-to-Resolve-Department-of-Justice-Investigation/default.aspx [https://perma.cc/2PL9-THLN].

349 - *Companies will often summarize ongoing and* resolved litigation in their reports to shareholders. *See, e.g.*, Deutsche Bank Annual Report 2021 at 281, https://investor-relations.db.com/files/documents/annual-reports/2022/Annual_Report_2021.pdf?language_id=1 [https://perma.cc/9RMM-6PFA].

350 - *See supra* note 16 and accompanying text for an example of such a restriction. As noted there, such a "muzzling clause" is viewed unfavorably in other countries.

practicing lawyers read them with great care, analyzing the specifics of the outcomes to update their understandings of the negotiating dynamics and the lessons to be learned from them. An experienced practitioner can generally reconstruct from the publicly available details of an outcome the "bid/ask" negotiating dynamics of the case and include that learning in his/her experience databank informing strategic analysis used to advise clients. Occasionally the procedural background of a particular case may become public through collateral procedures, which could anecdotally reveal background information not made public through the carefully scrubbed public disclosures[351]. The existence of such occasional revelations underscores the fact that American DPAs/NPAs are fundamentally *not* transparent but disclose only what the parties who reach them decide – or, occasionally, are forced to disclose. In this they are simply worlds apart from their English/Welsh counterparts, and to a lesser degree their French ones, and markedly different from outcomes that may come in other countries that have adopted or may adopt a DPA regime. A reader of the extensive opinions by Judge Leveson and his colleagues on the High Court of London may or may not agree that the DPAs in question were in fact in the public interest – but such an opinion would be an informed one precisely because that important question was explored by a neutral observer (a judge) without an interest in the outcome.

In stark contrast, in the United States the near-total absence of *any* formal evaluation of the "public interest" other than by the parties inherently invested in justifying the outcome is not "transparent", raising serious questions about whether such opaque procedures really respect the rule of law[352].

The exclusion of any significant judicial role is particularly striking when compared with other aspects of the federal criminal justice system, in which many outcomes – even negotiated ones – must be reviewed, and approved, by a court[353].

Controversies about the social value and essential fairness of DPAs remain prevalent in the United States[354], but they are largely lacking elsewhere. More transparency may be forthcoming in the United States: while legislative attempts to provide for judicial review of DPAs and NPAs have stalled[355], Congress recently adopted a provision applicable to the Anti-Money Laundering Act that requires the DoJ to report annually to Congress a list of the DPAs and NPAs that the DoJ has made in any case relating to money laundering, including its "justification" for entering into each agreement and the "list of factors" that were "taken into account" by the Department in determining to agree to each agreement[356]. The first such report is scheduled to be filed in January 2022, and may provide insight into DPA and NPA parameters that have, in the absence of neutral review, been lacking.

351 - *See supra* note 320 and accompanying text.

352 - Foreign commentators opining on the possibility of a local version have frequently pointed to the absence of transparency in U.S. DPAs. *See, e.g.*, Connor Bildfell, *Justice Deferred? Why and How Canada Should Embrace Deferred Prosecution Agreements in Corporate Criminal Cases*, 20 Can. Crim. L. Rev. 161, 180 (2016) ("[T]he [U.S.] DPA process does not include any outside parties; it is a negotiation behind closed doors, to which only the prosecutor and company are invited. This leaves employees, community representatives, shareholders, and others out in the cold.").

353 - *See supra* Section II.D.1.

354 - *See supra* Section I.C.

355 - *See supra* note 119 and accompanying text.

356 - Anti-Money Laundering Act of 2021, H.R. 6395, 116th Cong. § 6311 (2021); *see also* Elkan Abramowitz & Jonathan S. Sack, *Congress Requires DOJ To Report on Deferred Prosecution Agreements*, N.Y. L.J. (July 8, 2021), https://www.maglaw.com/publications/articles/2021-07-08-congress-requires-doj-to-report-on-deferred-prosecution-agreements/_res/ id=Attachments/index=0/NYLJ07082021498369Morvillo.pdf [https://perma.cc/246R-QB-MD].

Recevabilité des projets de résolutions des actionnaires et contrôle de l'Autorité des marchés financiers : une approche fonctionnelle

Sophie Vermeille
Avocate chez Vermeille & Co
et fondatrice de l'institut de recherche
Droit & Croissance

Paul Oudin[1]
Avocat chez Vermeille & Co et doctorant
à l'Université d'Oxford

Peu de sujets ont autant marqué l'actualité récente du droit des sociétés cotées[2] françaises que celui du dépôt, par des actionnaires de sociétés anonymes, de projets de résolutions à l'ordre du jour de l'assemblée générale ayant pour objet de contraindre l'organe d'administration de la société à la poursuite d'objectifs environnementaux. En 2020, le conseil d'administration de TotalEnergies avait ainsi accepté l'inscription à l'ordre du jour de l'assemblée générale d'un projet de résolution déposé par des actionnaires tendant à la mise en place d'une obligation d'information renforcée en matière climatique mais refusé d'apporter son soutien à ce projet, soulignant que son adoption conduirait à une immixtion des actionnaires dans la sphère de compétences propres de l'assemblée générale[3]. C'est d'ailleurs précisément en se prévalant de cet argument que ce même conseil d'administration rejetait, il y a quelques semaines, un projet de résolution climat déposé par un groupe d'investisseurs, conseillé par les auteurs de la présente note[4]. De la même manière, le conseil d'administration de Vinci, en 2020, refusait d'inscrire à l'ordre du jour de l'assemblée générale deux projets de résolutions comparables sur ce même fondement du principe de séparation des pouvoirs.

Cette question de la recevabilité des projets de résolutions à enjeu climatique déposés par des actionnaires de sociétés cotées est au cœur des préoccupations qui ont porté les initiatives législatives récentes tendant à promouvoir la prise en compte, par les sociétés françaises et européennes, des enjeux environnementaux de leur activité. Elle est également d'une importance cruciale dans la mesure où le choix de poursuivre un engagement environnemental donné est susceptible d'avoir d'importantes répercussions, aussi bien sur les performances financières et opérationnelles de la société concernée que sur les objectifs d'intérêt général de réduction du

1 - Les auteurs de la présente note ont récemment conseillé des investisseurs directement concernés par les propositions formulées ci-après.

2 - Si certaines des remarques figurant dans la présente note sont également applicables aux sociétés anonymes dans leur ensemble, nous nous focalisons ici sur les sociétés cotées, qui posent des difficultés qui leur sont propres et sont celles pour lesquelles les questions de répartition des compétences entre organes sociaux se posent avec le plus d'acuité.

3 - Total, Communiqué de presse, *Convocation de l'assemblée générale des actionnaires du 29 mai 2020*, 5 mai 2020.

4 - TotalEnergies, Communiqué de presse, *Le Conseil d'administration favorise le dialogue avec ses actionnaires en invitant les porteurs de projet de résolution à s'exprimer lors de l'Assemblée générale du 25 mai 2022*, 27 avril 2022.

réchauffement climatique poursuivis par les institutions françaises, européennes et internationales. Elle va enfin bien au-delà des seules questions environnementales : contrôler l'ordre du jour de l'assemblée générale, c'est *in fine* détenir le contrôle ultime de l'entreprise, au-delà des décisions lcourantes de la société[5].

Il y a donc de quoi regretter que le droit positif français ne donne aucune indication claire sur les domaines de compétence respectifs des actionnaires et de l'organe d'administration de la société[6]. D'un côté, l'article R. 225-74 du Code de commerce prévoit que « les points et les projets de résolution sont inscrits à l'ordre du jour », sous-entendant que le conseil d'administration[7] n'a pas compétence pour rejeter les projets de résolutions des actionnaires. De l'autre, l'article L. 225-35 du Code de commerce, qui dispose que « le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre », a pu être interprété comme refusant aux actionnaires la possibilité de soumettre en assemblée générale des projets de résolution qui viendraient définir ces orientations. Les travaux législatifs qui ont accompagné la rédaction de ces deux textes ne donnent par ailleurs aucune indication additionnelle qui permette de trancher en faveur de l'une ou l'autre interprétation. Il n'y du reste aucune raison de croire que le législateur de l'époque ait eu à l'esprit une politique législative bien définie de répartition des compétences entre organes sociaux[8]. Tout débat fondé sur une exégèse stricte du Code de commerce a donc nécessairement vocation à demeurer stérile. Deux méthodes permettent cependant de dissiper ce flou juridique.

La première, que l'on peut qualifier de « doctrinale », consiste à mobiliser divers raisonnements logiques permettant de déduire la solution d'autres textes de loi ou de la jurisprudence existante. Elle est pertinente lorsqu'un véritable lien logique existe entre la règle de référence et la règle à interpréter, chacune éclairée par son contexte et les objectifs qui en ont commandé l'édiction. Hors de ce contexte, elle débouche nécessairement sur un sophisme.

Une illustration caricaturale de son dévoiement peut être trouvée dans les commentaires qui ont inféré du célèbre arrêt « Motte » rendu par la Cour de cassation en 1946[9] un principe de séparation des pouvoirs entre conseil d'administration et assemblée générale, justifiant l'exclusion des projets de résolutions à enjeu climatique déposés par les actionnaires à l'ordre du jour de l'assemblée. Dans cet arrêt, la Cour de cassation s'en tenait simplement

5 - Contrairement à d'autres pays, il n'est pas possible en droit français de faire adopter par les actionnaires d'une société anonyme des résolutions autrement que dans le cadre d'une assemblée générale et conformément aux règles précises du droit des sociétés encadrant la fixation de l'ordre du jour et requérant l'inscription des résolutions à cet ordre du jour. Seules les résolutions relatives à la nomination et à la révocation des membres du conseil d'administration obéissent au régime particulier de la révocation *ad nutum* (art. L. 225-18 et L. 225-105 al. 3 du Code de commerce dont l'application est d'ordre public : Cass. civ., 30 avril 1878, DP 1878. 1. 314 ; Cass. com., 26 avril 2017, n° 15-12.888). Sur l'importance de la prérogative du droit de vote pour les actionnaires, voir Donald E Schwartz et Elliott J Weiss, *An Assessment of the SEC Shareholder Proposal Rule* (1977) 65 The Georgetown law journal 635.

6 - Cette lacune du droit des sociétés interpelle d'autant plus quand l'on connaît l'importance que les acteurs de marché et les émetteurs attachent à pouvoir connaître quasiment en temps réel des franchissements de seuil de participation dès 5 %, voire moins quand la société fixe des seuils statutaires (C. com., art. L. 233-7), et à ce qu'un changement de contrôle de la société donne lieu à une offre publique obligatoire (C. mon. fin., art. L. 433-3). La question de la recevabilité des projets de résolutions actionnariaux intéresse en effet directement l'information des actionnaires et le contrôle de la société, qui sont au cœur des dispositions précitées.

7 - Nous utilisons indistinctement les terminologies d'« organe d'administration » et de « conseil d'administration » pour faire référence aux conseils d'administration et directoires de sociétés anonymes.

8 - Comme le fait remarquer une auteure, « l'état actuel des choses [en Europe] est le résultat d'une évolution historique où les législateurs avaient à cœur l'efficacité économique mais ne disposaient pas, jusqu'à récemment, de cadres économiques adéquats. En l'absence de tels cadres, ils ont cherché des inspirations dans les conceptions courantes de ce qu'est la société, des théories de la personnalité juridique et des analogies avec la démocratie parlementaire. Cette évolution a conduit à des choix sous-optimaux » (trad. des auteurs). Sofie Cools, *The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion* (2014) 11 European Company and Financial Law Review 258, 259.

9 - Cass. civ., 4 juin 1946, JCP 1947, II, 3518, note D. Bastian ; S. 1947, 1, p. 153, note P. Barbry.

à prononcer la nullité d'une résolution attribuant au président-directeur général d'une société anonyme l'ensemble des pouvoirs expressément dévolus au conseil d'administration par la loi. Certains commentateurs ont cru pertinent de déduire de cet arrêt un principe général de séparation des pouvoirs permettant au conseil d'administration de rejeter les projets de résolutions des actionnaires touchant à des questions environnementales au motif que de telles résolutions risqueraient d'empiéter sur ses pouvoirs propres. Cette analyse procède d'un raisonnement par induction consistant à inférer d'un cas particulier une règle générale que rien dans le droit positif français ne justifie.

Le recours à la seconde méthode, que l'on appellera « méthode fonctionnelle », est nécessaire toutes les fois que la méthode normative, comme au cas présent, ne peut être utilement employée. La méthode fonctionnelle consiste à s'interroger sur les objectifs à atteindre et le meilleur moyen d'y parvenir.

La présente note mobilise cette méthode fonctionnelle pour répondre à la question de savoir quelle compétence doit être donnée au conseil d'administration pour accepter ou rejeter les résolutions déposées par les actionnaires. Nous verrons d'abord que l'objectif de la séparation des pouvoirs entre conseil d'administration et assemblée générale est au premier titre la poursuite de l'intérêt des actionnaires de la société (**I**). Cet objectif défini, il conviendra de s'interroger sur le meilleur moyen, pour l'organe d'administration, de s'acquitter de sa mission de garant de l'intérêt des actionnaires, et la mesure dans laquelle la poursuite de cette mission peut justifier l'existence d'un domaine de compétences réservé au conseil (**II**). Nous examinerons ensuite la manière dont cette répartition des pouvoirs doit être effectuée et son incidence sur la détermination de l'ordre du jour de l'assemblée, en nous attardant plus spécifiquement sur le cas des résolutions relatives au climat (**III**). Une dernière section sera dédiée au contrôle que l'Autorité des Marchés Financiers a vocation à exercer dans la mise en œuvre de ce dispositif (**IV**).

I. La mission du conseil d'administration : garantir l'intérêt des actionnaires

La raison fondamentale pour laquelle l'assemblée générale des actionnaires de la société est appelée à prendre les décisions les plus importantes de la vie sociale est que les actionnaires sont les bénéficiaires résiduels de la société. Parce que ces actionnaires perçoivent l'ensemble des bénéfices générés par la société et subissent les pertes en premier, il est dans leur intérêt de faire en sorte que la société prenne des risques mesurés tout en étant la plus florissante possible[10]. Cet intérêt des actionnaires à la poursuite de l'objectif de création de valeur de la société sans prise de risque excessive justifie que les actionnaires, à travers leur assemblée générale, soient l'organe décisionnaire ultime appelé à en gouverner la marche[11].

10 - Stephen M Bainbridge, *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green* (1993) 50 Washington and Lee Law Review 1423.

11 - Cet état de fait est naturellement susceptible d'évoluer lorsque la société fait face à des difficultés financières pouvant encourager les actionnaires à une prise de risque excessive et destructrice de valeur afin d'espérer récupérer tout ou partie de leur mise au détriment des créanciers (*gamble for resurrection*). Dans ces circonstances, la prise de contrôle de la société par les créanciers et l'éviction des actionnaires peut être justifiée. Dans le cas des sociétés viables, il est en revanche clair que la collectivité des actionnaires est la partie prenante de la société la plus incitée à en maximiser la valeur (contrairement aux créanciers qui seraient incités à faire preuve d'un conservatisme excessif pour garantir le paiement de leurs créances, fût-ce au prix d'une absence totale de création de valeur au-delà du montant requis pour leur désintéressement). Sur ce sujet, voir par exemple Sanjai Bhagat, Nathalie Moyen et Inchul Suh, *Investment and Internal Funds of Distressed Firms* (2005) 11 Journal of Corporate Finance 449. Il faut également relever que le droit français permet à l'organe d'administration de poursuivre l'intérêt d'autres parties prenantes de la société que les seuls actionnaires. À notre connaissance, aucun organe d'administration de société cotée française n'a cependant jusqu'ici rejeté un projet de résolution au motif qu'il contreviendrait à l'intérêt d'une autre partie prenante. De surcroît, les résolutions pour lesquelles la question du principe de séparation des compétences est la plus sensible (en particulier celles touchant à des problématiques environnementales ou la gestion courante de la société) ne posent à cet égard pas de difficulté particulière. Par souci de simplicité de l'exposé, la présente note se focalise donc sur la poursuite de l'intérêt des actionnaires par le conseil d'administration, et met de côté les situations dans lesquelles le conseil d'administration pourrait être amené à rejeter un projet de résolution actionnarial en vue de préserver les intérêts d'autres parties prenantes, comme les salariés de la société. Pour une discussion de ce sujet, voir Cools (n 8) 293.

La prise en compte croissante des enjeux environnementaux des sociétés cotées par les investisseurs de détail comme les investisseurs institutionnels montre cependant que la maximisation des profits générés par la société cède progressivement le pas à la poursuite d'objectifs alternatifs à la pure création de valeur. Il est alors naturel que ces objectifs soient en premier lieu définis par les actionnaires, qui supportent le coût financier de ce type de stratégie[12].

De la même manière qu'un État démocratique ne peut fonctionner sur la seule base du référendum, la lourdeur du processus décisionnel d'assemblée générale empêche cependant les actionnaires de se saisir de la gestion courante de la société. Il faut donc, pour résoudre cette difficulté pratique, que les fonctions de gestion soient attribuées à des organes d'administration et de direction[13] appelés à poursuivre l'objectif de création de valeur. C'est pourquoi, à supposer-même que les intérêts des administrateurs soient parfaitement alignés avec ceux des actionnaires (une hypothèse extrêmement fragile, en particulier dans les sociétés cotées à l'actionnariat dispersé), tout doit être fait pour que le conseil d'administration agisse en toutes circonstances conformément à la volonté des actionnaires[14]. Reste cependant à déterminer la manière d'y parvenir.

II. La mise en œuvre par le conseil d'administration de son rôle de garant des intérêts des actionnaires

Le rôle de représentation des actionnaires joué par le conseil d'administration ne pose aucune difficulté lorsque la société n'a qu'un seul actionnaire : dans les limites de la loi, le conseil d'administration n'a alors vocation qu'à poursuivre un intérêt unique, celui de cet actionnaire.

Les choses se compliquent en présence de sociétés dotées d'un actionnaire majoritaire ou de référence et d'actionnaires minoritaires, où le risque est que l'organe d'administration, « capturé » par l'actionnaire majoritaire de la société, cherche à poursuivre l'intérêt exclusif de cette actionnaire, au détriment des minoritaires[15]. En France, où le capital des sociétés cotées a longtemps été concentré entre les mains de quelques grandes familles et de l'État français[16], ce risque de la mise de la société au service du seul actionnaire majoritaire est aujourd'hui loin d'avoir disparu[17].

12 - Voir par exemple l'article d'Oliver Hart (prix Nobel d'économie 2016) et Luigi Zingales pour une discussion de la prise en compte de l'intérêt des actionnaires au-delà de la seule maximisation de valeur : Oliver D Hart et Luigi Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value* (2017) 2 Journal of Law, Finance, and Accounting 247. Il est peut-être utile de préciser que notre constat ne s'oppose pas à ce que le législateur astreigne la société à la poursuite d'objectifs extra-pécuniaires (tels que des objectifs environnementaux) qui n'auraient pas l'assentiment des actionnaires. Ces initiatives législatives peuvent être d'autant plus appropriées que même les actionnaires les plus diversifiés ne supportent pas nécessairement l'ensemble des externalités négatives générées par les activités de la société et risquent donc de ne pas aller assez loin dans leurs initiatives du point de vue de l'intérêt général. Sur ce sujet, voir Madison Condon, *Externalities and the Common Owner* (2020) 95 Washington Law Review 1. Il existe cependant quelques arguments forts militant contre la poursuite par les dirigeants d'objectifs extra-pécuniaires définis par la loi, suivant l'idée que les mécanismes de la gouvernance d'entreprise sont inadaptés à ces objectifs. Sur ce sujet, voir Frank H Easterbrook et Daniel R Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press 1991) 37.

13 - Nous faisons par la suite indistinctement référence aux organes d'administration et/ou de direction de la société par la seule référence à l'organe d'administration (ou au conseil d'administration). Si le droit français attribue des fonctions distinctes à chacun [de] ces deux organes, cette distinction n'a qu'un intérêt très limité pour les besoins de la démonstration qui suit.

14 - Pour une présentation générale des « coûts d'agence » associés à l'imparfait alignement d'intérêts entre organe d'administration et actionnaires et des méthodes de diminuer ces coûts, voir B Holmstrom et P Milgrom, *The Firm as an Incentive System* (1994) 84 The American Economic Review 972.

15 - Ce risque est d'autant plus prégnant que l'organe d'administration est élu à la majorité simple des actionnaires (C. com., art. L. 225-18 et L. 225-98) et risque donc de prêter une allégeance totale à l'actionnaire majoritaire, en l'absence de règles légales ou statutaires le contraignant à tenir compte de l'intérêt des minoritaires. Sur ce sujet, voir par exemple Neng Wang, *Capital Structure, Investment, and Private Benefits of Control* (2004) SSRN ; Luca Enriques, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)* (2015) 16 European Business Organization Law Review 1 ; Ben Ali Shiraz, *Disclosure and Minority Expropriation: A Study of French Listed Firms* (2009) SSRN.

16 - Mariana Pargendler, *The Grip of Nationalism on Corporate Law* (2020) 95 Indiana Law Journal 533, 541.

17 - Cécile Prudhomme, *Le patron de Casino souhaite doubler son salaire fixe*, Le Monde (7 avril 2022) ; Marine Thoron, *Casino : nouvelle offensive des actionnaires contre le PDG*, Capital (22 septembre 2019).

Enfin, la présence d'une grande diversité d'actionnaires minoritaires sans actionnaire de référence au sein du capital de la société s'accompagne elle-même de son lot de difficultés et peut compliquer la coordination des actionnaires en vue de la préservation de leurs intérêts communs, une difficulté susceptible d'être exploitée par un organe d'administration enclin à poursuivre ses propres intérêts[18]. Au cours du vingtième siècle, les grandes sociétés cotées françaises ont progressivement tendu vers ce type de structure à actionnariat dispersé[19], où la question des dépôts de résolutions à l'ordre du jour de l'assemblée générale par les actionnaires se pose avec une acuité particulière : ce dépôt constitue un moyen privilégié, pour des actionnaires minoritaires au pouvoir politique individuel limité, de se coordonner en vue de la défense de leurs intérêts collectifs. Souvent, ce processus décisionnaire prend la forme d'un dépôt de projet de résolution par un actionnaire « activiste » dont l'objectif est de convaincre les autres actionnaires « passifs » du bien-fondé de ce projet, qui exprime leur approbation ou leur refus par l'exercice de leur droit de vote[20]. Ce processus est d'autant plus important aujourd'hui du fait de la part grandissante de l'actionnariat institutionnel au capital des grandes sociétés françaises, qui peut au besoin s'informer et se coordonner en vue de l'adoption d'une politique donnée[21]. Surtout, de nombreux gérants d'actifs sont soumis à des contraintes structurelles[22] et/ou réglementaires les obligeant à voter sur la plupart des résolutions soumises au vote des actionnaires[23], plutôt que de « voter avec leurs pieds » en cédant leur participation lorsqu'ils désapprouvent une politique donnée. Cette évolution de la structuration de l'actionnariat des sociétés laisse à penser que les contestations sur la recevabilité des inscriptions de résolutions externes proposées par des actionnaires minoritaires seront de plus en plus fréquentes à l'avenir.

À s'en tenir à ces remarques préliminaires, rien ne justifie que le conseil d'administration s'oppose à l'action des actionnaires : ces derniers étant juges de leur propre intérêt, le conseil d'administration devrait systématiquement se plier à la volonté des actionnaires exprimée en assemblée générale. La liberté des actionnaires de déterminer l'ordre du jour de l'assemblée générale doit donc par principe prédominer[24]. La manière dont le système capitaliste français moderne est structuré interdit cependant de s'en tenir à cette vision

18 - La première identification de ce problème est traditionnellement attribuée à Adolf A Berle et Gardiner C Means, *The Modern Corporation and Private Property* (Macmillan 1932).

19 - Tristan Auvray, *L'évolution de l'actionnariat en France : 1977-2017* (2018) 130 Revue d'économie financière 73.

20 - Il a pu être argué de ce que l'activisme actionnarial peut être porteur d'initiatives favorables à des stratégies court-termistes s'opposant à la création de valeur à long terme. Cette position a cependant été largement réfutée par la littérature académique récente : voir notamment Lucian A Bebchuk, Alon Brav et Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism* (2015) 115 Columbia Law Review 1085 ; Mark J Roe, *Missing the Target* (New York: Oxford University Press 2022). Pour une position sceptique quant à la propension de l'activisme à contribuer à la création de valeur, voir Roberta Romano, *Less Is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance* (2001) 18 Yale Journal on Regulation 174. Sur les relations entre investissements passif et activiste, voir Ian R Appel, Todd A Gormley et Donald B Keim, *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism* (2019) 32 The Review of Financial Studies 2720.

21 - Auvray (n 19).

22 - Les gérants d'actifs dont la stratégie d'investissement repose sur la gestion indicielle, en particulier, n'acquièrent et ne cèdent leurs participations qu'en fonction de l'évolution de la part occupée par le titre correspondant dans les indices de référence. De ce fait, il leur est impossible d'exprimer leur désapprobation de la stratégie de la société en cédant leurs actions, seul l'exercice de leur droit de vote leur permettant de faire porter leurs revendications. Sur ce sujet, voir Lucian A Bebchuk et Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy* (2019) 119 Columbia Law Review 2029.

23 - Les droits français et européen contraignent les gérants d'actifs à voter sur les résolutions qui leur sont soumises de manière plus ou moins directe, notamment en faisant peser sur eux des contraintes relatives à leur politique de vote et des obligations d'information relatives à la prise en compte des critères ESG dans leur politique d'investissement (voir notamment C. mon. fin., art. L. 533-22, L. 533-22-1, R. 533-16, R. 533-16-0 et D. 533-16-1 ; voir aussi AFG, *Application de l'article 173 aux sociétés de gestion – Bonnes pratiques et recommandations*, février 2018 ; Eole Rapone et Juliane Dessard Jacques, *Résolutions climatiques et « say on climate » : état des lieux et perspectives,* Droit des sociétés n° 6, juin 2021, étude 9). Les gérants d'actifs peuvent également avoir un « devoir fiduciaire » à l'égard de leurs investisseurs de voter dans le meilleur intérêt de la société, le cas échéant en suivant une politique de vote préétablie : Ian R Appel, Todd A Gormley et Donald B Keim, *Passive Investors, Not Passive Owners* (2016) 121 Journal of Financial Economics 111.

24 - Cf. section 1.

simpliste des relations entre actionnaires et organe d'administration. Elle justifie au contraire que le conseil d'administration soit, dans certaines circonstances, autorisé à opposer son veto aux résolutions déposées par des actionnaires.

En premier lieu, un actionnaire minoritaire peut être incité à déposer un projet de résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale allant dans son propre intérêt mais à l'encontre de l'intérêt des autres actionnaires et de la société dans son ensemble. Tel serait par exemple le cas d'une résolution destinée à mettre un terme à une activité profitable mise en œuvre par la société dans le seul but d'éviter que cette société fasse concurrence à une autre société dont le déposant est l'actionnaire majoritaire[25], voire d'un actionnaire exerçant ses droits de vote dans la société tout en minimisant son exposition économique via l'utilisation d'instruments dérivés[26] ou de prêts d'actions[27]. Un autre exemple moins extrême, mais peut-être d'une plus grande importance pratique[28], est celui de résolutions conduisant les actionnaires à s'immiscer dans la gestion courante de la société sans disposer de l'information nécessaire pour en apprécier la pertinence.

Théoriquement, les actionnaires non-déposants devraient systématiquement voter contre ce type de résolution, rendant de ce fait inutile le filtre de l'organe d'administration[29]. De nombreux actionnaires de sociétés cotées sont cependant fortement diversifiés et n'ont ni le temps, ni les moyens, ni les incitations nécessaires à un examen détaillé de la pertinence des projets de résolutions déposés par les actionnaires[30], et peuvent dans le même temps être contraints à exercer leur droit de vote pour les raisons précitées. Des projets de résolutions pourraient ainsi être calibrés de manière à cocher les cases des types de résolutions en faveur desquels les gérants d'actifs votent automatiquement, sans forcément être dans l'intérêt de la société ou des actionnaires[31]. Dans ces circonstances, des résolutions contraires à ces intérêts pourraient être susceptibles d'être adoptées du fait de l'aval implicitement donné par ces actionnaires à la résolution[32], justifiant le contrôle préalable de l'organe d'administration.

Ce cas de figure spécifique, où il convient dans un sens de protéger l'assemblée générale contre elle-même, ne doit pas être confondu avec l'argument selon lequel

25 - Ce type de situation pourrait théoriquement être appréhendé sous l'angle du régime des conventions réglementées. En droit français, les actionnaires détenant moins de 10 % du capital de la société ne sont cependant pas appréhendés par ce régime (C. com., art. L. 225-38) Le contrôle de l'organe d'administration semble en tout état de cause constituer un moyen efficace de se prémunir contre ce type de circonstances, sous réserve qu'un contrôle *ex post* des décisions du conseil soit effectué (cf. section 4 de la présente note).

26 - Henry T C Hu et Bernard Black, *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership* (2007) 13 Journal of Corporate Finance 343.

27 - Paul Ali, Ian Ramsay et Benjamin Saunders, *Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance* (2014) 8 Law and Financial Markets Review 326.

28 - Si elles représentent un risque théorique, ces stratégies dites d'*empty voting* par lesquelles des investisseurs dissocient leurs droits de vote de leur exposition économique à la société sont en pratique très rares, voire inexistantes.

29 - Lucian A Bebchuk, *The Case for Shareholder Access to the Ballot* (2003) 59 The Business Lawyer 43.

30 - Le coût et la complexité des négociations des actionnaires en vue d'aboutir à une décision collective représentent ainsi des « coûts de transaction » susceptibles d'être supérieurs au bénéfice tiré par chaque actionnaire, individuellement ou collectivement, de cette prise de décision, et qui sont à mettre en balance avec les « coûts d'agence » associés au risque qu'un dirigeant ou administrateur représentant les intérêts des actionnaires détourne ses pouvoirs dans son propre intérêt : Ronald H Coase, *The Firm, the Market and the Law* (University of Chicago Press 1988). Voir également Cools (n 8) 273. Pour une discussion de ce phénomène dans le contexte des *proxy fights* en vue de l'élection des administrateurs, voir B S Black, *Shareholder Passivity Reexamined* (1990) 89 Michigan Law Review 520.

31 - Pour un constat empirique de ce phénomène, voir notamment David F Larcker et Brian Tayan, *Gadflies at the Gate: Why Do Individual Investors Sponsor Shareholder Resolutions?* (*Stanford Closer Look Series*, 11 août 2016) <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/publications/gadflies-gate-why-do-individual-investors-sponsor-shareholder> consulté le 24 mai 2022.

32 - Ce phénomène, appelé par des auteurs « coût d'agence du capitalisme d'agence », se manifeste du fait du manque d'incitations de nombreux gérants d'actifs à minimiser leurs coûts de gestion, du fait de la forte pression sur les marges dont ils font l'objet : Michael C Jensen et William H Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976) 3 Journal of Financial Economics 305. Sur la manifestation de ce phénomène dans le contexte de l'activisme « responsable », voir Anna Christie, *The Agency Costs of Sustainable Capitalism* (2021) 55 UC Davis Law Review 875.

le conseil d'administration, qui a la charge de la gestion courante de la société, est de ce fait mieux informé que les actionnaires sur la stratégie à mener. Les actionnaires institutionnels des sociétés cotées françaises sont aujourd'hui bien assez sophistiqués pour faire un choix informé sur les décisions qui leur sont soumises et, au besoin, interagir avec l'organe d'administration de la société en amont de l'assemblée générale. La complexité croissante des modèles d'affaires des grandes sociétés cotées rend par ailleurs de plus en plus difficile l'exercice de leurs fonctions par les administrateurs et justifie ce faisant leur coopération avec les actionnaires institutionnels souhaitant apporter une contribution stratégique[33]. On ne saurait de ce fait présumer que le conseil d'administration est suffisamment compétent et renseigné pour décider de l'acceptation ou du rejet d'un projet de résolution du seul fait qu'il a la charge de la gestion courante de la société.

Il existe par ailleurs un risque que l'organe d'administration détourne son droit de veto aux fins de promouvoir ses propres intérêts, plutôt que l'intérêt des actionnaires[34]. L'organe d'administration pourrait ainsi avoir intérêt à rejeter une résolution faisant peser des contraintes additionnelles sur la stratégie à mener ou renforçant la responsabilité des administrateurs[35].

Toute la question est donc de savoir comment délimiter les pouvoirs respectifs de l'organe d'administration et des actionnaires de telle sorte que le premier soit à la fois encouragé et en mesure de poursuivre l'intérêt des seconds.

33 - Sur ce sujet, voir notamment Ronald J Gilson et Jeffrey N Gordon, *Board 3.0: An Introduction* (2019) 74 The Business Lawyer 351 ; Ekrem Solak, *Evolving Role of Shareholders and the Future of Director Primacy Theory* (The University of Edinburgh 2018).

34 - Lucian A Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power* (2005) 118 Harvard Law Review 833.

35 - Voir notamment Hart et Zingales (n 12).

III. La délimitation des pouvoirs du conseil d'administration dans la détermination de l'ordre du jour de l'assemblée générale

À titre préliminaire, on remarquera que les seuils de détention capitalistique relativement élevés prévus par le droit français pour permettre le dépôt d'un projet de résolution à l'ordre du jour de l'assemblée – de 0,5 % à 5 % du capital selon la capitalisation totale de la société[36] – constituent un rempart structurel efficace contre le dépôt de résolutions fantaisistes[37]. De fait, on imagine mal l'actionnaire d'une société cotée comme Vinci ou TotalEnergies, dont la participation représente plusieurs centaines de millions d'euros de capitalisation boursière pour atteindre le seuil requis (voire environ un milliard dans le cas de TotalEnergies), soumettre à l'ordre du jour de l'assemblée un projet de résolution fantaisiste au risque de mettre en jeu sa réputation, voire d'obérer la valeur de sa participation.

Cette remarque étant formulée, on peut classer les intérêts susceptibles d'être poursuivis via le dépôt de projets de résolutions à l'ordre du jour de l'assemblée générale en trois catégories : (i) intérêt systématique, (ii) intérêt idiosyncratique de la société et (iii) intérêt idiosyncratique d'un tiers (actionnaires individuels et groupes d'actionnaires compris).

Intérêt systématique. Un intérêt systématique est un intérêt qui concerne l'ensemble d'un secteur ou l'économie dans son ensemble, et qui peut ou non inclure l'intérêt idiosyncratique de la société. Tel est typiquement le cas du coût du carburant dans le secteur des transports, voire d'une limitation du réchauffement climatique susceptible de bénéficier à toutes les sociétés de l'économie.

36 - C. com., art. L. 225-71.

37 - Il est intéressant de comparer le régime français avec le régime américain, qui impose des seuils de détention bien plus faibles mais requiert des actionnaires déposants qu'ils détiennent leurs actions pour une certaine durée : 17 CFR § 240.14a-8.

Intérêt idiosyncratique de la société. L'intérêt idiosyncratique de la société peut être défini comme tout ce qui participe de son intérêt propre sans forcément relever d'un intérêt systématique. La structuration d'une société sous forme de conglomérat peut par exemple constituer une méthode efficace de diversification du risque au niveau idiosyncratique. Elle peut cependant n'avoir aucun intérêt, voire être contre-productive au niveau systématique, dans la mesure où les actionnaires sont en mesure de diversifier eux-mêmes leurs portefeuilles d'actions[38]. Un autre exemple d'intérêt idiosyncratique pourrait être l'obtention d'un brevet par la société ou l'amélioration de sa structuration fiscale.

Intérêt idiosyncratique d'un tiers. L'intérêt idiosyncratique d'un tiers est un intérêt qui ne converge pas nécessairement avec, voire s'oppose à celui de la société. On peut pour l'illustrer prendre l'exemple d'un actionnaire minoritaire ayant intérêt à ce que la société soit moins compétitive dans un secteur donné pour qu'une autre société, contrôlée par cet actionnaire, gagne des parts de marché.

Selon l'intérêt poursuivi par un projet de résolution donné, l'organe d'administration peut ou non être légitime à en rejeter l'inscription à l'ordre du jour.

Un projet de résolution dont le seul objet serait de poursuivre un intérêt idiosyncratique, voire un intérêt systématique clairement répréhensible, le tout aux dépens de l'intérêt de la société, pourrait légitimement être rejeté. Le rejet est également justifié pour des projets de résolutions qui ne poursuivent aucun intérêt particulier mais vont à l'encontre de l'intérêt de la société, par exemple en s'immisçant trop avant dans la gestion courante de la société.

Il est tout aussi clair que tout projet de résolution ayant pour objet de poursuivre l'intérêt idiosyncratique de la société et/ou un intérêt systématique sans que l'organe d'administration ait de raison claire d'y voir une immixtion excessive dans la gestion devrait être accepté. Tel serait par exemple le cas d'une résolution réorientant les activités stratégiques de la société à haut niveau (par exemple en décidant la cession ou l'acquisition d'une branche d'activité significative) ou en impactant la gouvernance (en modifiant par exemple les conditions de nomination des administrateurs).

La question peut être plus délicate lorsqu'un projet de résolution donné poursuit un intérêt systématique susceptible d'entrer un conflit avec un intérêt idiosyncratique de la société, et vice-versa. Tel est typiquement le cas de résolutions à enjeu climatique contribuant à la transition écologique mais susceptibles de se heurter à l'intérêt financier idiosyncratique de la société. Ce type de résolution peut être déposé et/ou soutenu par des actionnaires fortement diversifiés, à la manière de gestionnaires passifs tels que Blackrock, Vanguard et State Street qui ont tout intérêt à limiter le risque systématique auquel s'exposent les sociétés qu'ils détiennent en portefeuille, fût-ce au prix d'un sacrifice de l'intérêt idiosyncratique de certaines d'entre elles[39]. C'est typiquement ce type de projets de résolution que les organes d'administration peuvent être les plus enclins à rejeter : l'intérêt systématique des actionnaires de la société s'oppose frontalement à la vision nécessairement bien plus idiosyncratique des administrateurs, et à leur exposition elle-même idiosyncratique aux performances individuelles de la société (aussi bien en termes financiers qu'en termes de réputation).

Contrairement au cas où un actionnaire déposant chercherait à privilégier son intérêt propre ou un intérêt systématique clairement néfaste, il n'appartient cependant pas à l'organe d'administration de se faire juge des intérêts poursuivis par la collectivité des

38 - Luc Laeven et Ross Levine, *Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?* (2005) Working Paper Series (National Bureau of Economic Research).

39 - Condon (n° 12).

actionnaires. Autrement dit, le processus de vote en assemblée générale doit jouer son rôle dès lors que le projet de résolution concerné n'a pas clairement pour objet de détourner ce processus au profit d'intérêts privés étrangers à celui de la société. Toute solution contraire exposerait les actionnaires à un risque important que le conseil d'administration agisse dans son propre intérêt (par exemple en refusant que sa responsabilité ou sa réputation soit affectée par la poursuite d'objectifs climatiques) au détriment de l'intérêt des actionnaires eux-mêmes. Ce constat nous amène à conclure qu'aucune résolution à objet environnemental ne devrait jamais pouvoir être rejetée par le conseil d'administration, sauf à ce qu'elle constitue une véritable immixtion dans la gestion courante de la société.

Cette grille de lecture pourrait être utilisée toutes les fois où un conseil d'administration est appelé à juger de la recevabilité d'un projet de résolution dont l'inscription à l'ordre du jour est requise par un actionnaire. Les critères de distinction sur lesquels elle repose sont cependant nécessairement flous et sujets à interprétation. Notre grille gagnerait donc à être complétée d'indications plus spécifiques sur la recevabilité de certains types de projets de résolution pour lesquels une réponse réglementaire est particulièrement attendue, comme les résolutions en lien avec les problématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG).

Au moins deux règles additionnelles mériteraient également d'être appliquées. En premier lieu, les projets de résolution à portée purement consultative ne devraient jamais être rejetés[40]. Il n'existe en effet aucune raison, pour l'organe d'administration, d'empêcher les actionnaires de faire entendre leur voix sans prendre le risque de soumettre la société à des contraintes contraires à ses intérêts et à ceux des actionnaires. Toute décision de rejet devrait par ailleurs être accompagnée d'une motivation suffisamment claire et détaillée permettant aussi bien à l'Autorité de marché qu'aux actionnaires de se faire une idée nette des raisons qui ont motivé le rejet[41].

IV. Le rôle de l'Autorité des Marchés Financiers

L'AMF est à notre avis de loin l'autorité la mieux placée pour réguler et contrôler l'exercice par l'organe d'administration de son droit de veto sur les projets de résolutions déposés par les actionnaires, pour plusieurs raisons. Ses agents sont d'abord dotés de l'expertise requise pour s'emparer de ce type de sujet et se prononcer au cas par cas sur le type de résolution dont le rejet par le conseil d'administration apparaît acceptable ou non. L'AMF dispose ensuite d'un pouvoir réglementaire souple et efficace,

40 - Aux États-Unis, les projets de résolutions consultatives bénéficient d'une présomption simple de réversibilité : 17 CFR § 240.14a-8(i)(1). L'intérêt de cette présomption simple nous paraît surtout se manifester à l'égard des projets de résolutions fantaisistes, qui pour les raisons formulées plus haut ont très peu de chance d'être déposés en France. On pourrait du reste admettre que les conseils d'administration de sociétés cotées françaises soient admis à rejeter des résolutions consultatives dans ce cas de figure théorique. Sur l'impact du vote consultatif sur les décisions managériales, voir Doron Levit et Nadya Malenko, *Nonbinding Voting for Shareholder Proposals* (2011) 66 The Journal of Finance 1579. La période récente a également montré que les conseils d'administration pouvaient se montrer sensibles aux résultats de votes purement consultatifs, même en l'absence de majorité exprimée en faveur de la résolution proposée. Ainsi, une résolution appelant à la nomination d'un expert du climat au sein du *board of directors* de la société américaine Exxon-Mobil qui n'avait pas reçu la majorité requise a néanmoins débouché sur la nomination d'un tel expert : Ed Crooks, 'ExxonMobil appoints climate scientist to board' Financial Times (New York, 26 janvier 2017) <https://www.ft.com/content/d87ce444-e388-11e6-8405-9e5580d6e5fb> consulté le 26 mai 2022.

41 - On notera du reste que cette exigence est apparue très tôt aux États-Unis à l'initiative du régulateur américain (SEC) : dès les années 1940, la SEC a considéré que la fourniture par le conseil d'administration d'explications en cas de rejet d'un projet de résolution déposé par un actionnaire permettait non seulement de favoriser le dialogue entre le conseil d'administration et actionnaire déposant, mais aussi aux actionnaires non-déposants de se faire une idée claire de ce dont il ressort. Sur ce sujet, voir Daniel M Friedman, *SEC Regulation of Corporate Proxies* (1950) 63 Harvard Law Review 796.

lui permettant d'adapter la réglementation applicable aux besoins concrets des sociétés et des investisseurs à une époque donnée[42]. Ce pouvoir réglementaire apparaît bien plus adapté et flexible qu'une intervention législative pour répondre à ce type de problématique. Ensuite, les pouvoirs d'action en justice, d'injonction et de sanction dont l'AMF dispose sont à notre avis suffisamment étendus pour qu'elle puisse se saisir de ce type de problématique, dans la mesure où conformément à l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier, l'AMF peut lutter contre « tout [...] manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs », ce qui, à notre avis, englobe le rejet éventuel par l'organe d'administration d'un projet de résolution actionnarial, dont le dépôt est une prérogative fondamentale des investisseurs[43]. Si l'on a pu inférer d'une décision récente une restriction des pouvoirs de l'AMF fondés sur cet article à la seule nécessité de garantir la bonne information des investisseurs[44], rien dans cet article ne semble justifier ce type de restriction. L'exercice d'un contrôle sur les acceptations et rejets de dépôts de projets de résolutions par les conseils d'administration paraît également être le corollaire logique du contrôle exercé par l'AMF sur les prises de contrôle des sociétés cotées, dans la mesure où l'exercice du contrôle se traduit précisément par ce type de résolutions. L'AMF a du reste déjà eu l'occasion de s'emparer du sujet du droit de vote des actionnaires en assemblée générale à plusieurs reprises[45] et n'a pas hésité par le passé (certes dans un contexte différent) à rappeler à l'ordre un conseil d'administration qui outrepassait ses pouvoirs[46]. Il est enfin clair que la problématique des dépôts de résolutions est directement rattachable à celle de l'information des actionnaires : dès les années 1940, la SEC américaine constatait elle-même que le dépôt de résolutions permettait aux actionnaires de faire entendre leur voix, et donc participait directement de l'information des uns quant aux préoccupations des autres[47].

L'organe d'administration étant bien plus au fait qu'un régulateur ou juridiction quelconque de l'intérêt de la société et des particularités de son activité, il est naturel qu'il bénéficie d'une certaine marge d'appréciation dans la recevabilité des projets de résolutions déposés par les actionnaires[48]. On a cependant vu que les circonstances où le rejet d'un projet de résolution est légitime sont en réalité assez limitées, et que l'organe d'administration devrait pouvoir être en mesure de justifier un rejet éventuel auprès de l'AMF appelée à exercer son contrôle. Si donc l'AMF ne devrait pas avoir vocation à se substituer à l'appréciation du conseil d'administration dans l'opportunité d'un rejet de projet de résolution, elle devrait *a minima* être en mesure de vérifier, *a posteriori* et au cas par cas[49], que les explications

42 - V. en particulier C. mon. fin., art. L. 621-1 et L. 621-6.

43 - C. mon. fin., art. L. 621-14.

44 - Cour d'appel de Paris, Pôle 5 - chambre 7, 23 mai 2019, n° 18/18638.

45 - V. notamment AMF, Position-recommandation DOC-2016-08, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, p. 33.

46 - V. en particulier AMF, 2 avril 2021, *Suez-Veolia : Communication de l'AMF* ; AMF, 18 mai 2022, *Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez*.

47 - Sur ce sujet, voir Friedman (n 40) ; Donald E Schwartz, *The Public-Interest Proxy Contest: Reflections on Campaign GM* (1971) 69 Michigan law review 419.

48 - L'exercice effectif de ce rôle est cependant conditionné par l'effectivité d'un certain nombre de garanties légales, comme l'indépendance des membres de l'organe d'administration et l'étendue de leur responsabilité : Jeffrey N Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices* (2007) 59 Stanford Law Review 1465.

49 - Cette approche *in concreto* a également été privilégiée par la SEC aux États-Unis, du fait de l'impossibilité de se faire une idée nette *ex ante* des problématiques relevant de la compétence de l'assemblée générale et de celles qui devraient être réservées à l'organe d'administration. Sur ce sujet, voir Schwartz (n 5). Les moyens limités dont bénéficie l'AMF justifient par ailleurs que ce contrôle ne soit effectué qu'*ex post* et que l'AMF soit en mesure de choisir en opportunité l'objet et l'étendue du contrôle qu'elle souhaite effectuer (le cas échéant après avoir été sollicitée à cet effet par des actionnaires). À supposer que les préconisations formulées dans la présente note soient suivies et que le régime du contrôle de l'ordre du jour par le conseil d'administration soit clairement défini, le risque de contentieux relatif aux dépôts de projets de résolutions devrait en tout état de cause être extrêmement limité.

fournies par l'organe d'administration sont suffisantes pour justifier la contrariété de ce projet à l'intérêt de la société, et au besoin de l'enjoindre d'inscrire la résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale (soit directement par l'intermédiaire du collège, soit indirectement via une action exercée par son Président devant le tribunal judiciaire[50]) au cas où cette motivation serait insatisfaisante. Ce mécanisme de contrôle permettrait à notre avis d'assurer la protection des intérêts des actionnaires de manière effective tout en minimisant le risque d'un détournement de ses pouvoirs par le conseil d'administration.

***

Les débats relatifs au « principe de séparation des pouvoirs » entre organe d'administration et assemblée générale et à ses contours se sont jusqu'ici centrés sur une jurisprudence vieille de près de quatre-vingts ans à laquelle aucune conséquence doctrinale majeure ne mérite pourtant d'être attachée[51]. En dépit de l'importance du sujet, bien peu d'auteurs se sont jusqu'ici donné la peine de fournir une analyse détaillée des tenants et aboutissants du régime français de séparation des pouvoirs entre organes sociaux et de ses conséquences pour la recevabilité des résolutions à enjeu climatique[52]. Nous regrettons que les efforts de nombreux professeurs de droit dont la réputation n'est plus à établir soient aujourd'hui principalement dédiés à la rédaction de consultations privées au service des émetteurs plutôt qu'à la publication d'articles susceptibles de contribuer à la richesse du débat et *in fine* à l'intérêt général. Nous espérons que la présente note contribuera à réorienter les discussions relatives au principe de séparation des pouvoirs vers une approche fonctionnelle des textes, consciente de l'objectif à atteindre et des moyens d'y parvenir, et à écarter définitivement l'approche doctrinale dévoyée qui a jusqu'ici occupé le devant de la scène.

50 - C. mon. fin., art. L. 621-14.

51 - Sur ce sujet, voir Antoine Gaudemet, *L'arrêt Motte et le climat*, Bull. Joly Sociétés, janvier 2022, n° 01, p. 1.

52 - Comme exception notable, on relèvera notamment Clémentine Baldon, *Les résolutions climatiques au prisme du principe de séparation des pouvoirs au sein de la société anonyme*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 36, 9 septembre 2021, 1403 ; Eole Rapone et Juliane Dessard Jacques, *Résolutions climatiques et « say on climate » : état des lieux et perspectives,* Droit des sociétés n° 6, juin 2021, étude 9.

Bibliographie

Ali P, Ian Ramsay I et Saunders B, 'Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance' 8 Law and Financial Markets Review 326

Auvray T, 'L'évolution de l'actionnariat en France : 1977-2017' 130 Revue d'économie financière 73

Baldon C, 'Les résolutions climatiques au prisme du principe de séparation des pouvoirs au sein de la société anonyme' 36 La Semaine Juridique Entreprise et 1403

Berle AA et Means GC, The Modern Corporation and Private Property (Macmillan 1932)

Coase RH, The Firm, the Market and the Law (University of Chicago Press 1988)

Roe MJ, Missing the Target (New York: Oxford University Press 2022)

Appel IR, Gormley TA and Keim DB, 'Passive Investors, Not Passive Owners' 121 Journal of Financial Economics 111

——, 'Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism' 32 The Review of Financial Studies 2720

Bainbridge SM, 'In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green' 50 Washington and Lee Law Review 1423

Bebchuk LA, 'The Case for Shareholder Access to the Ballot' 59 The Business Lawyer 43

——, 'The Case for Increasing Shareholder Power' 118 Harvard Law Review 833

Bebchuk LA, Brav A et Jiang W, 'The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism' 115 Columbia Law Review 1085

Bebchuk LA et Hirst S, 'Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy' 119 Columbia Law Review 2029

Bhagat S, Moyen N et Suh I, 'Investment and Internal Funds of Distressed Firms' 11 Journal of Corporate Finance 449

Black BS, 'Shareholder Passivity Reexamined' 89 Michigan Law Review 520

Christie A, 'The Agency Costs of Sustainable Capitalism' 55 UC Davis Law Review 875

Condon M, 'Externalities and the Common Owner' 95 Washington Law Review 1

Cools S, 'The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion' 11 European company and financial law review 258

Easterbrook FH et Fischel DR, The Economic Structure of Corporate Law (Harvard University Press 1991)

Enriques L, 'Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)' 16 European Business Organization Law Review 1

Friedman DM, 'SEC Regulation of Corporate Proxies' 63 Harvard Law Review 796

Gaudemet A, 'L'arrêt Motte et le climat' 1 Bull. Joly Sociétés 1

Gilson RJ and Gordon JN, 'Board 3.0: An Introduction' 74 The Business Lawyer 351

Gordon JN, 'The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices' 59 Stanford Law Review 1465

Hart OD et Zingales L, 'Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value' 2 Journal of Law, Finance, and Accounting 247

Holmstrom B et Milgrom P, 'The Firm as an Incentive System' 84 The American Economic Review 972

Hu HTC et Black B, 'Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership' 13 Journal of Corporate Finance 343

Jensen MC et Meckling WH, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure' 3 Journal of Financial Economics 305

Laeven L et Levine R, 'Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?' Working Paper Series (National Bureau of Economic Research)

Levit D et Malenko N, 'Nonbinding Voting for Shareholder Proposals' 66 The Journal of Finance 1579

Pargendler M, 'The Grip of Nationalism on Corporate Law' 95 Indiana Law Journal 533

Rapone E et Dessard Jacques J, 'Résolutions climatiques et « say on climate » : état des lieux et perspectives' 6 Droit des sociétés étude 9

Romano R, 'Less Is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance' 18 Yale Journal on Regulation 174

Schwartz DE, 'The Public-Interest Proxy Contest: Reflections on Campaign GM' 69 Michigan law review 419

Schwartz DE et Weiss EJ, 'An Assessment of the SEC Shareholder Proposal Rule' 65 The Georgetown law journal 635

Shiraz BA, 'Disclosure and Minority Expropriation: A Study of French Listed Firms' SSRN

Solak E, 'Evolving Role of Shareholders and the Future of Director Primacy Theory' (The University of Edinburgh 2018)

Wang N, 'Capital Structure, Investment, and Private Benefits of Control' SSRN

Les devoirs de l'actionnaire*

Romain Dumont
Docteur en droit

L'actionnaire n'est-il pas seulement titulaire de droits ? La question prête à sourire pour le juriste financier : politique d'engagement actionnarial, déclaration de franchissement de seuils, capital social minimum élevé, réglementation prudentielle, mécanisme de résolution, restriction du versement des dividendes, évaluation de la qualité de l'actionnariat par le régulateur, notification à ce régulateur en cas d'acquisition d'une participation qualifiée, etc. Autant de règles qui montrent un accroissement des attentes pesant sur l'actionnaire : le droit financier contribue activement à façonner les devoirs de l'actionnaire.

La figure de l'actionnaire apparaît en pleine mutation. L'indifférence, le désintérêt ou la passivité sont des attitudes qui ne peuvent plus être tolérées. Avec le développement de l'activisme actionnarial et de la responsabilité sociale des entreprises, l'idée d'encadrer le comportement de l'actionnaire gagne du terrain.

De nouveaux devoirs se développent au gré d'interventions ponctuelles de la loi ou de la jurisprudence, sous une influence européenne. Alors que la directive de 2007, dite « SRD », pour Shareholder Rights Directive, se focalise sur l'actionnaire pour en renforcer les droits[1], la crise financière débutant la même année ouvre la voie à une approche de l'actionnaire moins accommodante, plus critique de son comportement. Certains ne saisissent pas l'opportunité d'exercer leurs droits d'actionnaire et ne se comportent pas comme le législateur pouvait l'escompter, mais comme des investisseurs en sommeil ou des bailleurs de fonds, intéressés uniquement par les avantages octroyés par la qualité d'actionnaire ; et dès qu'une difficulté survient, il n'est pas possible de compter sur eux. En réaction, émerge alors l'idée que l'actionnaire doit s'engager davantage. Si les droits de l'actionnaire concentraient l'attention du législateur européen dans la directive de 2007, sa révision en 2017 aboutit à un intitulé nettement différent : la directive « SRD 2 » est adoptée « en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires »[2]. Désormais, l'actionnaire doit s'intéresser à la société et participer à la vie sociale. À coup de directives et règlements

* Le présent article constitue le résumé d'une thèse de doctorat soutenue à l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne le 16 novembre 2021 et préparée sous la direction de Monsieur Bertrand Fages, Professeur à l'École de Droit de la Sorbonne (Paris I). Le jury de soutenance était composé de Madame Marie Caffin Moi, Professeur à CY Cergy Paris Université (rapporteur), Madame Julia Heinich, Professeur à l'Université de Bourgogne (rapporteur), Monsieur Benoît Lecourt, Professeur à l'Université Paris Nanterre, Monsieur François Xavier Lucas, Professeur à l'École de Droit de la Sorbonne (Paris I) et Monsieur Bernard Saintourens, Professeur émérite à l'Université de Bordeaux (président). Ce travail fera prochainement l'objet d'une publication.

1 - Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, dite « SRD ».

2 - Directive n° 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive n° 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, dite « SRD 2 ».

successifs, le droit européen façonne son modèle d'actionnaire : la directive « CRD 4 » (Capital Requirements Directive)[3], le règlement « CRR » (Capital Requirements Regulation)[4], la directive « BRRD » (Bank Recovery and Resolution Directive)[5], la directive « MIFID 2 » (Markets in Financial Instruments Directive)[6], le règlement « IFR » (Investment Firm Regulation)[7], la directive « IFD » (Investment Firm Directive)[8], la directive « Restructuration et insolvabilité »[9] et prochainement une directive sur le devoir de vigilance[10]. Il n'est plus toléré que l'actionnaire trouve dans les caractéristiques de la société par actions un paravent pour se réfugier et imposer son inertie à la société. L'actionnaire est placé sur le devant de la scène : il doit s'impliquer.

L'évolution de la législation et de la jurisprudence révèle une exigence accrue à l'égard de l'actionnaire et remet en cause les analyses traditionnelles. Les devoirs renferment un profond bouleversement réalisé en un temps record. L'évolution majeure sur ce sujet doit donc être expliquée. Que prescrivent les devoirs ? Toutes les conséquences de l'évolution ont-elles été tirées ? Pour répondre à ces questions, nous avons élaboré la théorie des devoirs de l'actionnaire (**I**) grâce aux apports du droit financier (**II**).

I. La théorie des devoirs de l'actionnaire

Il importe de mesurer la portée des changements que les devoirs de l'actionnaire provoquent, tant dans leur contenu que leurs enjeux. Les devoirs sont les vecteurs d'une implication accrue (**A**) et les facteurs d'une responsabilité renouvelée (**B**).

A. Les devoirs de l'actionnaire, vecteurs d'une implication accrue

D'apparition récente, en constante progression, les devoirs de l'actionnaire émergent de manière éparpillée. Ces devoirs ne manquent pas pour autant de cohérence. Derrière des règles ponctuelles, une toile de fond se dessine. Plutôt qu'un devoir unique, de loyauté ou de diligence, trop abstrait pour être opératoire, le législateur et le juge ont adopté une approche plus pragmatique en posant plusieurs devoirs spécifiques de l'actionnaire afin de déterminer des normes adaptées à l'actionnaire. Ces devoirs peuvent être classés en deux catégories : des devoirs de nature financière, d'une part, et des devoirs de nature comportementale, d'autre part.

Les devoirs de nature financière imposent non seulement le financement de la société, mais encore la restructuration en cas de difficulté. Le financement exige que l'actionnaire s'assure que la société dispose du financement nécessaire à l'activité sociale. Le devoir de restructurer implique que l'actionnaire permette la restructuration

3 - Directive nº 2013/36/UE du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive nº 2002/87/CE et abrogeant les directive nº 2006/48/CE et nº 2006/49/CE.

4 - Règlement nº 575/2013 du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement nº 648/2012, dit « CRR ».

5 - Directive nº 2014/59/UE du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive nº 82/891/CEE ainsi que les directives nº 2001/24/CE, nº 2002/47/CE, nº 2004/25/CE, nº 2005/56/CE, nº 2007/36/CE, nº 2011/35/UE, nº 2012/30/UE et nº 2013/36/UE et les règlements nº 1093/2010 et nº 648/2012, dite « BRRD ».

6 - Directive nº 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive nº 2002/92/CE et la directive nº 2011/61/UE, dite « MIFID 2 ».

7 - Règlement nº 2019/2033 du 27 novembre 2019 concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement et modifiant les règlements nº 1093/2010, nº 575/2013, nº 600/2014 et nº 806/2014, dit « IFR ».

8 - Directive nº 2019/2034 du 27 novembre 2019 concernant la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement et modifiant les directives nº 2002/87/CE, nº 2009/65/CE, nº 2011/61/UE, nº 2013/36/UE, nº 2014/59/UE et nº 2014/65/UE, dite « IFD ».

9 - Directive nº 2019/1023 du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive nº 2017/1132, dite directive « Restructuration et insolvabilité ».

10 - Proposition de directive nº COM(2022) 71 du 23 février 2022 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive nº 2019/1937, dite « CSDD ».

de la société en cas de difficulté menaçant l'activité sociale.

Les devoirs de nature comportementale de l'actionnaire innovent en dépassant le débat, théorique et inépuisable, portant sur la loyauté de l'actionnaire pour venir régir le comportement de l'actionnaire avec des prescriptions adaptées. L'incertitude planant autour de la reconnaissance d'une loyauté de l'actionnaire laisse donc place à la formulation précise des devoirs de nature comportementale. Quant à l'accompagnement, il s'agit d'un devoir qui impose d'être actif en vue de protéger l'intérêt social sur le long terme. La vigilance exige la maîtrise des risques associés à l'activité sociale. Les devoirs de nature comportementale imposent à l'actionnaire de s'impliquer pour assurer le succès de l'activité sociale.

Il est ainsi permis de se convaincre de l'existence et de la diversité des devoirs de l'actionnaire. Quatre devoirs généraux sont dégagés : un devoir de financement de la société, un devoir de restructuration de la société en difficulté, un devoir d'accompagnement de la société et un devoir de vigilance à l'égard de la société. La diversification des devoirs de l'actionnaire n'exclut pas pour autant leur unité : les devoirs de l'actionnaire forment un tout cohérent. Chacun des devoirs est créé pour lutter contre l'indifférence, le désintérêt et la passivité de l'actionnaire et, au contraire, fixe des contraintes conduisant l'actionnaire à jouer effectivement son rôle dans le fonctionnement de la société. Il ne lui est jamais imposé de financer davantage la société. La même approche libérale est retenue : chaque devoir laisse la priorité à l'actionnaire pour déterminer les moyens appropriés. L'actionnaire est désormais investi d'un rôle substantiel et exigeant. Derrière leur diversité, les devoirs de l'actionnaire révèlent une constante exigence d'implication visant la réussite de l'activité sociale.

B. Les devoirs de l'actionnaire, facteurs d'une responsabilité renouvelée

L'expansion des devoirs de l'actionnaire révèle une portée considérable. C'est bien le signe qu'il faut y voir une innovation majeure en droit des sociétés. Loin de se limiter à leur seul objet, définir les contraintes pesant sur l'actionnaire, les devoirs de l'actionnaire influencent plus largement l'analyse de la responsabilité de l'actionnaire, laquelle s'en trouve renouvelée. Les aspects saillants de la responsabilité de l'actionnaire sont tous revisités et repensés : le standard du bon actionnaire, la faute détachable, l'immixtion dans la gestion, l'autonomie de la personne morale, la responsabilité limitée sont autant de notions qui, par une appréhension renouvelée, prennent acte de l'exigence d'implication de l'actionnaire telle qu'elle est portée par les devoirs.

Tout d'abord, le standard du bon actionnaire est reconfiguré. En prenant corps, il s'autonomise par rapport à celui de la personne raisonnable. Dans le cadre de ce standard, les devoirs circonscrits à un champ d'application particulier peuvent être étendus. Le juge peut ainsi s'inspirer de devoirs particuliers pour apprécier le comportement d'un actionnaire alors même que ce dernier ne se trouve pas expressément soumis à ces devoirs. Le standard se contextualise pour tenir compte de l'influence de l'actionnaire et de l'activité menée par la société.

La protection de l'actionnaire est quant à elle redécouverte. Cette protection demeure acquise dans son principe et les devoirs ne peuvent pas la remettre en cause. En tout état de cause, la sanction demeure proportionnée en cas d'inexécution. Son immunité s'adapte aux devoirs : l'actionnaire peut voir sa responsabilité engagée en cas d'inexécution de ses devoirs, mais il bénéficie d'une immunité en cas de bonne exécution. Sur le plan théorique, l'autonomie de la personne morale et la responsabilité limitée sont préservées par les devoirs actuels. Elles expliquent même l'expansion des devoirs. La protection devient exigeante,

en ce sens qu'elle bénéficie seulement à l'actionnaire qui s'implique et exécute ses devoirs.

La responsabilité de l'actionnaire en sort profondément renouvelée. Les jalons d'une évolution future sont posés. À partir des devoirs de l'actionnaire existant en droit positif se dégagent les éléments utiles au droit prospectif pour engager la responsabilité de l'actionnaire.

II. Les apports du droit financier à la théorie des devoirs de l'actionnaire

La contribution du droit financier à l'élaboration de la théorie des devoirs de l'actionnaire est majeure, non seulement en raison de son rôle précurseur (**A**), mais également par son caractère sophistiqué (**B**).

A. Le rôle précurseur du droit financier

Parmi les règles que le législateur a développées à destination des actionnaires dans le cadre du droit financier, nombre d'entre elles ont été reprises pour s'appliquer aux actionnaires d'autres sociétés. Le droit financier devance ainsi le droit des sociétés.

À une époque où la sous-capitalisation n'était imputée qu'aux dirigeants sociaux en droit des sociétés, le droit financier s'intéressait déjà au rôle de l'actionnaire à travers l'agrément des entreprises d'investissement et la réglementation prudentielle qui comporte des ajustements à destination de ces entreprises. En particulier, le montant minimum de capital initial est une condition d'octroi de l'agrément et varie en fonction de l'activité exercée. Il contraste avec le droit des sociétés qui admet la société à un euro. La limitation ou l'interdiction des distributions aux actionnaires est même possible. Autant d'éléments inspirants pour esquisser une responsabilité de l'actionnaire en matière de financement de la société.

En complément de la réglementation prudentielle, le mécanisme de résolution s'applique aux entreprises d'investissement en cas de difficultés. La directive « BRRD » énonce un principe clair sur le traitement des actionnaires en cas de difficulté de la société : « les actionnaires de l'établissement soumis à la procédure de résolution sont les premiers à supporter les pertes » (article 34, 1, a). Outre le principe selon lequel l'actionnaire doit être le premier sacrifié, des modalités d'adoption des mesures de restructuration pour le moins expéditives sont prévues. Pour décider des modifications du capital, la participation de l'actionnaire est alors clairement écartée. La prise de décision est transférée à l'autorité administrative et il est expressément prévu que les actionnaires ne sont pas consultés. L'autorité de résolution peut notamment prendre le contrôle d'un établissement soumis à une procédure de résolution et exercer tous les droits et pouvoirs conférés aux actionnaires. Elle dispose également du pouvoir de transférer les actions. Afin de réaliser un coup d'accordéon, est enfin transféré le pouvoir de réduire, y compris jusqu'à zéro, le montant nominal des actions. Les sacrifices imposés dans ce cadre posent les jalons du renforcement des contraintes pesant sur les actionnaires d'une société en procédure collective depuis le 1er octobre 2021[11].

Par ailleurs, le processus d'élaboration de la directive « SRD 2 » est révélateur : la révision de la directive « SRD » est le résultat d'une réflexion initiée au sujet des établissements financiers[12]. Cette réflexion a finalement été élargie au droit des sociétés pour aboutir au plan d'action de la Commission européenne en matière de droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise qui a inspiré la directive « SRD 2 »[13].

11 - Ordonnance nº 2021-1193 du 15 septembre 2021 portant modification du livre VI du Code de commerce.

12 - Commission européenne, *Livre vert – Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération*, 2 juin 2010, nº COM(2010)284.

13 - Commission européenne, *Livre vert – Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 5 avril 2011, nº COM(2011)164 ; *Plan d'action : droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise – un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises*, 12 décembre 2012, nº COM(2012)740.

Le droit financier ne se contente pas de devancer le droit des sociétés pour poser des devoirs à destination des actionnaires : il offre aux devoirs un degré d'approfondissement inégalé.

B. Le caractère sophistiqué du droit financier

Pour chacun des devoirs étudiés, le droit financier pose des normes à la fois plus contraignantes et plus sophistiquées.

Cette sophistication se perçoit immédiatement pour les devoirs de nature financière. En raison du risque systémique représenté par leurs activités, les sociétés du secteur financier sont soumises à des règles sophistiquées, tant en ce qui concerne leur financement que le traitement de leurs difficultés. La réglementation prudentielle détermine ainsi des ratios et des procédures que le droit des sociétés ne peut pas imposer. Dans le cadre de la résolution, le traitement réservé à l'actionnaire est particulièrement expéditif. L'épidémie de COVID-19 a en outre donné l'occasion de s'interroger sur les dividendes. Si la restriction des dividendes en période de crise concerne en principe toutes les sociétés, la BCE émet alors la recommandation qu'aucun dividende ne soit versé et aucun engagement irrévocable de verser des dividendes ne soit pris pour les exercices 2019 et 2020[14].

En matière comportementale également, le droit financier se montre plus exigeant et précis. Si en droit des sociétés, il peut être attendu de la part des actionnaires qu'ils s'impliquent et privilégient le long terme, la directive « SRD 2 » impose l'élaboration d'un plan d'engagement actionnarial de la part des sociétés de gestion de portefeuille et des investisseurs institutionnels, puis le règlement « SFDR » prévoit, pour les acteurs des marchés financiers, la transparence des politiques relatives aux risques en matière de durabilité et des incidences négatives en matière de durabilité[15].

Enfin, le droit financier n'ignore pas non plus la notion de vigilance : en période d'offre publique et de préoffre, l'AMF recommande aux actionnaires de l'initiateur de l'offre ou de la société visée par cette offre de « faire preuve d'une vigilance particulière dans leurs déclarations »[16].

Le caractère sophistiqué du droit financier s'avère être une précieuse source d'inspiration pour élaborer des devoirs de l'actionnaire en droit des sociétés. Par exemple, en matière de financement et de restructuration, ce droit spécial pose une règle qui concerne toute société ; seules l'extrême précision et la rigueur du contrôle justifient le besoin de droit spécial. Le droit des sociétés peut reprendre ce droit spécial à son compte en posant seulement un principe général.

Cette extension de la règle de droit spécial doit néanmoins se faire avec précaution. Il importe en effet de faire la distinction, parmi les exigences imposées à l'actionnaire, entre celles qui sont spécifiques au secteur financier et celles qui sont inhérentes à la qualité d'actionnaire. Le standard du bon actionnaire permet alors de saisir les exigences inhérentes à la qualité d'actionnaire pour en faire une règle générale, applicable à tout actionnaire. Toutes les normes ne peuvent donc pas être reprises aveuglément. Certaines sont spécifiques au droit financier. En particulier, l'exigence d'équité des marchés financiers est à l'origine de la réglementation relative aux offres publiques dont la spécificité rend impossible sa généralisation. De même, la transparence des marchés financiers génère ses propres exigences. Les déclarations de

14 - Recommandation nº BCE/2020/19 du 27 mars 2020 relative aux politiques de distribution de dividendes pendant la pandémie de COVID19 et abrogeant la recommandation nº BCE/2020/1. V. égal., invoquant « un besoin de planification prudente des fonds propres », la recommandation nº BCE/2020/35 du 27 juillet 2020 relative aux politiques de distribution de dividendes pendant la pandémie de COVID19 et abrogeant la recommandation nº BCE/2020/19.

15 - Règlement nº 2019/2088 du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

16 - AMF, Position-recommandation nº DOC-2016-08, *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*, § 1.6.7.

franchissement de seuil, les déclarations d'intention, la communication de certains pactes d'actionnaires et les déclarations au titre du contrôle des changes ne sont donc pas susceptibles d'extension sur le fondement du standard du bon actionnaire. S'agissant plus précisément des déclarations de franchissement de seuils, elles répondent à un double objectif : permettre aux actionnaires de prendre des décisions d'investissement plus éclairées et permettre aux dirigeants sociaux d'anticiper une éventuelle offre publique d'acquisition hostile. La redistribution des dispositions du livre II du Code de commerce concernant les sociétés cotées, avec la création d'un chapitre dédié, démontre certes la spécificité de ces sociétés, mais souligne également que le droit financier ne peut pas se couper du droit des sociétés[17] : certaines dispositions entretiennent des liens directs et importants avec le droit des sociétés[18].

Une limite à l'extension doit être signalée : le recours au droit commun est possible pour toutes les questions que le droit spécial ne règle pas. Il serait par exemple exclu de critiquer, sur le fondement d'un devoir général de l'actionnaire, la souscapitalisation d'un établissement de crédit qui se conforme à la réglementation prudentielle.

L'expansion des devoirs de l'actionnaire constitue donc un phénomène majeur. Elle est désormais bien ancrée en droit et continue de produire ses effets sous nos yeux. Avec l'adoption en cours des directives « CSRD » et « CSDD », les devoirs de l'actionnaire ont un bel avenir, tant en théorie qu'en pratique[19].

17 - Ordonnance nº 20201142 du 16 septembre 2020 portant création, au sein du Code de commerce, d'un chapitre relatif aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation.

18 - Rapport au président de la République relatif à l'ordonnance nº 20201142 du 16 septembre 2020.

19 - Proposition de directive nº COM(2021) 189 du 21 avril 2021 modifiant les directives nº 2013/34/UE, nº 2004/109/CE et nº 2006/43/CE ainsi que le règlement nº 537/2014 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, dite « CSRD » ; Proposition de directive nº COM(2022) 71, préc.

L'ordre public sociétaire*

Simon Farges
Maître de conférences en droit privé à l'Université de Lille, CRDP (EA 4487), Membre de l'ERADP, Faculté des sciences juridiques, politiques et sociales

De prime abord, le sujet d'une thèse portant sur l'ordre public sociétaire peut paraître ambitieux tant l'ordre public est une notion majeure de notre Droit, réputée très complexe[1], en dépit des nombreuses études dont elle a fait l'objet. Toutefois, l'ordre public sociétaire n'avait pas, jusqu'à présent, fait spécifiquement l'objet d'une thèse de doctorat[2]. Probablement, les difficultés posées par une étude notionnelle de l'ordre public sociétaire, qui apparaît particulièrement évolutif et morcelé[3], pouvaient en dissuader plus d'un d'entreprendre un tel projet. Pour complexe que soit la notion, l'ordre public sociétaire mérite qu'une étude d'ampleur lui soit tout de même consacrée tant il constitue, à plus d'un titre, une notion essentielle.

Afin de le mettre en lumière, il convient de démontrer l'importance de l'ordre public sociétaire pour les théoriciens comme pour les praticiens du droit en synthétisant les enjeux d'une telle étude (**I**). L'intérêt des propositions formulées pourra être d'autant mieux perçu que les solutions proposées visent naturellement à apporter des éléments de réponse aux problèmes préalablement identifiés (**II**).

I. Les enjeux

Un travail de recherche portant sur l'ordre public sociétaire, en particulier lorsqu'une approche épistémique est retenue, comprend de nombreuses difficultés dont l'identification permet de mettre en lumière les enjeux d'une telle étude (**A**). Parmi elles, un problème majeur peut être identifié, à savoir l'impossibilité de déterminer les dispositions impératives du droit des

* Simon Farges, L'ordre public sociétaire, thèse, dir. A. Constantin, Nouvelle Bibliothèque de Thèses, Dalloz, 2022, p. 791.

1 - Les auteurs évoquent, au sujet de l'ordre public, des « sables mouvants », un « cheval fougueux » ou une « entreprise complexe ». V. sur ce point : M. Mekki, *L'intérêt général et le contrat. Contribution à une étude de la hiérarchie des intérêts en droit privé,* LGDJ, Bibliothèque de droit privé, Tome 411, 2004, n° 294, p. 188, lequel cite le Rapport du Conseiller Pilon, Cass. req., 21 avril 1931, S.,1931, 1, p. 377 et celui du Juge Burrough, *Richardson v. Mellish (1824), 2 Bing,* 252.

2 - L'ordre public sociétaire n'avait fait l'objet que d'études indirectes. En effet, il n'existe qu'un seul apport doctrinal consacré expressément et exclusivement à la notion d'ordre public sociétaire. Plus précisément, il s'agit d'un article rédigé par Monsieur M. Buchberger, à l'intitulé évocateur (*L'ordre public sociétaire*). Néanmoins, en raison de la nature même du format de l'article, par essence trop restreint pour un tel sujet, une analyse approfondie, fût-elle très intéressante, de la notion n'a pu être proposée. *Comp.* pour des thèses de doctorat portant sur l'ordre public sociétaire mais sans le désigner expressément comme tel : M.-C. Monsallier, *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme*, préf. A. Viandier, LGDJ, 1998 ; S. Schiller, *Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés, les connexions radicales*, préf. F. Terré, LGDJ, 2002 ; L. Convert, *L'impératif et le supplétif dans le droit des sociétés : étude de droit comparé Angleterre-Espagne-France*, préf. B. Saintourens, thèse, LGDJ, 2003 ; L. Schryve, *L'ordre public et le droit des sociétés*, th. dactyl., Lille 2, 2009.

3 - En effet, ces cinq dernières années, il y a eu plus d'une vingtaine de réformes du droit des sociétés et il semble exister autant d'ordres publics que de formes sociales (par exemple, le régime juridique impératif de la société anonyme ne correspond pas à celui de la société en nom collectif tout comme ce dernier diffère de celui de la S.A.R.L.).

sociétés auxquelles pouvaient, au moins dans un premier temps, être stratégiquement assimilées les règles de l'ordre public sociétaire (**B**).

A. Des difficultés multiples

L'ordre public sociétaire constitue une notion incontournable à maints égards en ce qu'il pose des interrogations aussi essentielles que difficiles à résoudre. Elles peuvent être succinctement rappelées.

L'identification compromise des limites de la liberté contractuelle. L'identification des limites de la liberté contractuelle constitue un enjeu majeur, en particulier en droit des sociétés, tant la vitalité du phénomène contractuel y apparaît incontestable[4]. À titre d'illustration, la règle d'ordre public, reproduite au second alinéa de l'article 1844-1 du Code civil[5], qui fulmine le réputé non écrit des clauses léonines, soulève de nombreuses interrogations chez les praticiens. Concrètement, la question se pose de savoir si une stipulation attribuant une part très importante des bénéfices à un associé (par exemple 90 %) reçoit la qualification juridique de clause léonine. À cette interrogation, faute de certitude, deux réponses peuvent être envisagées. Soit une interprétation téléologique est retenue et une réponse positive s'impose. Soit une interprétation stricte du second alinéa de l'article 1844-1 du Code civil est préférée, auquel cas la clause serait valable. Ainsi, alors même que la disposition trouve application dans toutes les sociétés, certaines zones d'ombre persistent. Or, pour y mettre fin, contrairement à ce que permet le supplétif, il n'est pas possible de substituer à une règle impérative incertaine, une stipulation contractuelle dont l'interprétation ne serait pas sujette à débat. Ce manque de sécurité juridique est d'autant plus problématique que les incertitudes sont répandues en droit des sociétés.

L'application dans le temps et dans l'espace de la règle d'ordre public. L'étude de l'ordre public sociétaire constitue l'occasion de s'intéresser à la question des conflits de lois dans le temps. En effet, la notion pourrait, à certaines conditions[6], permettre de conclure à l'application immédiate ou non de la loi nouvelle à une société. Loin d'être exclusivement théorique, l'interrogation jaillit notamment lorsque les associés souhaitent insérer une clause d'agrément[7] ou une clause d'exclusion[8] au sein d'une S.A.S. à la suite de réformes récentes[9]. Plus précisément, la date de constitution de la société doit-elle être prise en considération, en application du principe de la survie de la loi ancienne, pour déterminer le régime juridique applicable ? Ou, à l'inverse, celle-ci est-elle indifférente dès lors que les règles, nouvellement édictées, trouvent immédiatement application au sein de toutes les sociétés, y compris celles instituées avant leur entrée en vigueur ? Afin de répondre à cette interrogation, la notion d'ordre public constitue une piste intéressante puisque les règles qui lui sont rattachées pourraient trouver, par exception, immédiatement application au contrat de société.

Une interrogation voisine porte sur la possibilité d'éluder l'application d'une disposition, pourtant rattachée à l'ordre public sociétaire français, par le déplacement

4 - V. not. pour une étude approfondie : G. Goffaux-Callebaut, *Du contrat en droit des sociétés : essai sur le contrat instrument d'adaptation du droit des sociétés*, éd. L'Harmattan, 2008.

5 - Cf. C. civ., art. 1844-1 al. 2 : « Toutefois, la stipulation attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites. »

6 - V. sur l'application immédiate de la règle rattachée à l'ordre public impérieux : F. Terré et N. Molfessis, *Introduction générale au droit*, Précis Dalloz, 11e éd., n° 572, p. 645 ; J. Ghestin, H. Barbier, avec le concours de J.-S. Bergé, *Traité de droit civil : Introduction générale*, LGDJ, 5e éd., 2018, n° 608, p. 550.

7 - V. par ex. B. Dondero, *Exigence de l'unanimité dans les SAS : conflit de lois dans le temps en vue !*, Gaz. Pal. 21 mars 2017, n° 291d7, p. 66 et s.

8 - V. par ex. H. Le Nabasque, *À propos des clauses d'exclusion dans la SAS après la loi de simplification du droit des sociétés du 19 juillet 2019*, BJS janv. 2020, p. 60 et s.

9 - En l'occurrence, l'ordonnance n° 2017-747 du 4 mai 2017 et la loi n° 2019-744 en date du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés, dite loi « Soilihi ».

du siège social d'une société au sein d'un autre pays que la France.

Si la question du champ d'application de la règle d'ordre public dans le temps et dans l'espèce constitue une réelle difficulté, la relativité de l'ordre public sociétaire en est une particulièrement épineuse.

La problématique afférente à la relativité exacerbée de l'ordre public sociétaire. Relatif, l'ordre public sociétaire l'est à plus d'un titre. D'abord, la matière sociétaire s'avère extrêmement conjoncturelle au sens où le champ des possibles, dont l'existence repose sur la liberté contractuelle, paraît infini. En effet – si les règles de droit devant être respectées peuvent naturellement varier selon les formes sociales voire, pour une même forme sociale telle qu'une société anonyme, selon son caractère coté ou non[10] – de nombreuses dispositions contraignantes ne trouvent application que dans certaines circonstances particulières, c'est-à-dire lorsque les associés l'ont souhaitée par la conclusion d'un aménagement conventionnel particulier ou en décidant une opération spécifique dans la société. Ces dispositions, potentiellement d'ordre public, forment le cadre normatif contingent ou accidentel d'une opération sociétaire donnée[11]. Pour reprendre un triptyque bien connu de la doctrine, il est alors question des éléments accidentels du contrat de société[12], lesquels naissent de la volonté des parties.

Concrètement, les associés peuvent décider de l'émission d'actions de préférence, d'actions gratuites ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social. Le cas échéant, divers régimes juridiques impératifs ayant vocation à encadrer l'opération trouvent application ; la procédure des avantages particuliers, qui permet exceptionnellement de priver l'associé bénéficiaire de son droit de voter, en constitue une illustration. Il est également possible de songer aux éléments accidentels que sont les clauses d'agrément, d'exclusion ou d'inaliénabilité qui peuvent être stipulées par les associés pour contrôler la géographie du capital social.

Une affirmation identique vaut pour les opérations portant sur le capital social telles que – sans prétendre à l'exhaustivité – l'augmentation de capital (par incorporation des réserves ou par un nouvel apport), la réduction de capital (motivée par les pertes ou non), l'amortissement du capital social ou encore le coup d'accordéon[13].

Indidem, des règles originales telles que celles relatives à l'émission d'actions de préférence intra-groupe[14], à la théorie du co-emploi[15], aux actions de concert[16] ou encore à la responsabilité de la société mère pour un dommage causé par une filiale à la suite d'une faute caractérisée[17], sont applicables uniquement lorsqu'un groupe de sociétés existe.

Enfin, la relativité de l'ordre public s'illustre lorsqu'une convention parasociale[18] a été conclue en périphérie de la société. En effet,

10 - Par ex. le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers n'a vocation à régir que les sociétés dont les titres sont offerts au public sur un marché réglementé.

11 - V. pour une définition précise des règles contingentes et de la difficulté posée par leur existence : S. Farges, *th. préc.*, § n° 558 et § n° 700.

12 - Les éléments accidentels du contrat ne doivent pas être confondus avec les éléments essentiels et naturels selon la doctrine classique : R.-J. Pothier, *Œuvres de Pothier, Traité des obligations,* tome I, Nouvelle éd. par M. Siffrein, Paris, 1831, n° 6 ; F. Terré, *L'influence de la volonté individuelle sur les qualifications*, préf. R. Le Balle, th. LGDJ, 1956, n° 20, p. 23.

13 - Cass. com., 10 juill. 2012, n° 11-22.898, FS-PB, *Uniross*, qui impose la consultation des porteurs d'obligations remboursables en actions à l'occasion d'un coup d'accordéon.

14 - V. pour une étude approfondie : T. Allain, *Les actions de préférence dans les groupes de sociétés*, dir. A. Constantin, th. dacyl., Rennes I, 2012.

15 - Cass. soc., 2 juillet 2014, n° 13-15.208, Bull. civ. V, n° 159 ; D. 2014. p. 2147, obs. P.-M. Le Corre et F.- X. Lucas ; Rev. sociétés 2014, p. 709, note A. Couret et M.-P. Schramm ; v. égal. Cass. soc., 6 juillet 2016, n°15-15.481, Rev. sociétés 2017 p. 149, note E. Schlumberger.

16 - V. not. C. com., art. L. 233-3, I, 2° et L. 233-16, II, 3 ; V. égal. C. com., art. L. 233-10 relatif à l'action de concert.

17 - V. not. sur la question de la responsabilité extracontractuelle de la société mère ou de l'actionnaire principal du groupe : Cass. soc., 24 mai 2018, n° 16-22.881, Rev. sociétés 2018, p. 604, note A. Couret ; v. égal. sur ces questions : C. envir., art. L. 512-17 ; C. com., art. L. 233-5-1.

18 - V. sur l'emploi de ce terme : O. Dexant-de-Bailliencourt, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées,* Dalloz, coll. « Nouvelle bibl. de thèses », 2012, n° 4, p. 3.

la doctrine relève qu'une clause, localisée dans une convention parasociale, est parfois tolérée alors que si elle avait été stipulée dans les statuts, une solution contraire aurait pu être retenue[19]. Réciproquement, il est parfois possible de faire dans les statuts ce qui est prohibé en dehors[20]. Dès lors, l'acte conclu hors de la société peut-il être considéré comme hors du droit des sociétés et des règles d'ordre public qu'il prescrit ? Ces interrogations, bien que fréquentes en pratique au regard de l'utilité incontestable des conventions parasociales[21], ne font pas l'objet de réponses évidentes. L'identification des limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés apparaît donc compromise, ce d'autant que d'autres questions importantes demeurent sans réponse.

Une myriade de difficultés. D'autres difficultés se font jour lors d'une étude dédiée à l'ordre public sociétaire et peuvent être succinctement évoquées. L'une d'entre elles a trait à la renonciation. Plus précisément, il convient de déterminer si la renonciation constitue une forme particulière de dérogation à l'ordre public. Par ailleurs, si l'ordre public sociétaire n'est pas nommément désigné, c'est pourtant bien de lui qu'il semble être question lorsqu'émergent des interrogations sur l'identification précise d'une disposition impérative, potentiellement cause de nullité de la société, d'un acte ou d'une délibération[22]. Par ailleurs, cette étude est l'occasion de s'intéresser aux définitions des règles de droit mou, de celles supplétives et impératives ou encore des dispositions qualifiées d'ordre public dans le dessein de les préciser. Enfin et surtout, se pose la question de savoir si la disposition impérative peut être assimilée en droit des sociétés à la règle d'ordre public. Dans la positive, l'affirmation peut-elle être maintenue en présence d'une « disposition impérative aménageable », laquelle constitue une qualification juridique prétorienne propre au droit des sociétés[23] ? Dans l'affirmative ou dans la négative, quels arguments peuvent être avancés pour justifier l'adoption d'une telle position plutôt que l'autre ? La réponse à cette dernière interrogation se révèle, à dire vrai, fondamentale puisqu'elle constitue en réalité la clef de voute de notre travail de recherche et permet de justifier le plan retenu.

B. Un problème majeur : l'insaisissabilité de la notion d'impérativité sociétaire

Davantage qu'un problème majeur (**1**), l'impossibilité de parvenir à l'identification du contenu normatif de la notion d'impérativité sociétaire constitue, à l'analyse, une difficulté insoluble (**2**).

1. Un problème fondamental

19 - V. par ex. les débats relatifs à la clause d'intérêt fixe : S. Farges, th. préc., § n° 540.

20 - La Cour de cassation a déjà prononcé l'annulation d'une clause d'exclusion en raison de sa forme extrastatutaire : Cass. com., 8 février 1982. (À titre d'information, l'arrêt précité ne comporte aucun numéro de pourvoi sur le site Internet Légifrance). L'arrêt rendu le 8 février 1982 a fait l'objet d'une confirmation par la Cour d'appel de Paris, le 21 déc. 1983 : Dr. sociétés 1984, comm. 74, note M. Germain (la clause d'exclusion était stipulée dans un règlement intérieur) ; v. *contra* : Cass. com., 20 octobre 1998, n° 96-20.819 à propos d'une clause exclusion valablement insérée dans un règlement intérieur mais l'arrêt est isolé ; rappr. T. com. Paris, 17 octobre 2006, Dr. sociétés 2007, comm. 137, note H. Hovasse, qui reconnaît la validité des pactes extrastatutaires d'exclusion en soulignant que « le tribunal a engagé des efforts inutiles pour distinguer le pacte extrastatutaire d'une clause statutaire d'exclusion : l'un et l'autre sont l'expression de la même liberté statutaire ».

21 - V. not. sur le développement des conventions sociétaires : S. Schiller et D. Martin, *Guide des pactes d'actionnaires et d'associés*, préf. M. Germain, LexisNexis, 2019-2020, n° 1, p. 1, selon lesquels on assiste à une multiplication des aménagements conventionnels depuis plusieurs décennies, notamment sous l'influence des pratiques anglo-saxonnes.

22 - V. en ce sens : Ph. Merle et A. Fauchon, *Droit commercial – Sociétés commerciales,* 25e éd., 2021-2022, n° 77, p. 102, spéc. la note de bas de page n° 6, lesquels semblent évoquer indifféremment les règles impératives et l'ordre public sociétaire. V. spécifiquement sur la question des nullités des décisions sociales : E. Guégan, *Les nullités des décisions sociales*, préf. R. Mortier, Dalloz, 2020, p. 580.

23 - Cass. com., 18 mai 2010, n° 09-14.855, Bull. civ. IV, n° 93 ; D. 2010. 2405, obs. A. Lienhard, note F. Marmoz ; *ibid.* 2797, obs. J.-C. Hallouin, E. Lamazerolles et A. Rabreau ; Rev. sociétés 2010. 374, note P. Le Cannu ; RTD civ. 2010. 553, obs. B. Fages ; JCP E 2010. 1562, note A. Couret et B. Dondero ; *ibid.* 20101. 1000, n° 2, obs. F. Deboissy et G. Wicker ; Bull. Joly 2010. 651, note H. Le Nabasque ; Dr. sociétés 2010, n° 156, note M.-L. Coquelet ; RJDA 2010, n° 850 ; RTDF 2010, n° 2, p. 113, obs. D. Poracchia ; RLDA sept. 2010. 18, obs. C. Lebel ; Journ. sociétés juill. 2010. 81, obs. D. Gibirila.

Si l'assimilation de la notion d'impérativité à celle d'ordre public est débattue en doctrine (**a**), elle constitue à notre sens un choix méthodologique séduisant, tout du moins au début de l'étude, dans l'espoir de parvenir *in fine* à identifier les règles rattachées à l'ordre public sociétaire (**b**).

a) L'assimilation : une question débattue

L'assimilation incertaine des dispositions impératives aux règles d'ordre public. Faute de définition inscrite dans la loi, l'assimilation entre les notions d'ordre public et d'impérativité semble répandue sans que l'on ne sache vraiment s'il s'agit d'un choix conscient de la part du législateur ou du juge. À titre d'illustration[24], saisie d'une question relative à la licéité d'une dérogation conventionnelle à la règle selon laquelle les donations entre époux prenant effet au cours du mariage sont irrévocables, la Cour de cassation, aux visas des articles 265, alinéa 1er, et 1096, alinéa 2, du Code civil, écarte cette possibilité en énonçant sans nuance, au sein du conclusif de l'arrêt, que les dispositions impératives de l'article 265 précité s'y opposent[25]. Comme le constate la doctrine[26], le législateur ou le juge semble user indifféremment de la locution de « dispositions impératives » ou « d'ordre public » afin de qualifier des règles juridiques auxquelles il n'est pas permis de déroger par des conventions particulières. Cette question, depuis longtemps débattue en doctrine[27], mérite d'être approfondie tant les auteurs sont partagés sur la réponse qu'il convient de formuler.

L'assimilation retenue par une partie de la doctrine. La doctrine est divisée sur la question de savoir s'il est nécessaire de distinguer les dispositions impératives des règles d'ordre public[28]. Une partie de la doctrine classique demeure favorable à l'assimilation[29]. Aussi, pour des auteurs classiques tels que Domat, Vareille-Sommières, Carbonnier, Savatier ou encore Farjat, dans le silence de la loi, l'assimilation de l'ordre public aux lois impératives se justifie[30]. Pour des auteurs de la doctrine contemporaine, l'assimilation se justifie encore à l'heure actuelle en dépit des évolutions du Droit[31]. De la même manière, les auteurs de la nouvelle édition

24 - V., sans prétendre à l'exhaustivité, pour d'autres exemples : Cass. crim., 7 janvier 1981, Gaz. Pal., 1981, p. 665 ; Cass. com., 9 janvier 1983, JCP G, 1983, II, 20045, note J.-P. Eck ; Cass. 1re civ., 13 mai 1985, Bull. civ. I, n° 147, p. 134 ; TGI Laval, 3 février 1987, Gaz. Pal., 1987, p. 642.

25 - Cass. 1re civ., 14 mars 2012, n° 11-13.791, RTD civ. 2012. 300, obs. J. Hauser ; RTD civ. 2012. 357, obs. M. Grimaldi ; RTD civ. 2012. 2013. 1089, obs. J.-J. Lemouland et D. Vigneau. Vraisemblablement, une telle dérogation à la règle aurait permis d'influer sur la décision de divorcer d'un des époux. En effet, si la donation réalisée pendant le mariage pouvait être révoquée en cas de divorce, le demandeur pourrait être dissuadé de divorcer. La liberté de divorcer l'emporte donc sur la liberté contractuelle.

26 - Rappr. J. Hauser, J.-J. Lemouland, G. Piette, *Ordre public et bonnes mœurs*, Rep. civ. févr. 2019, Dalloz, n° 5 selon qui : « Il est tentant de constater que le législateur de notre époque, quand il qualifie un texte d'ordre public, le fait moins en fonction d'un contenu, qu'ainsi il contribuerait à sacraliser, qu'en fonction d'un but à atteindre, et on entre alors dans une confusion possible entre ordre public et caractère impératif. »

27 - *Ibid*, n° 22, lesquels affirment : « Au fond, la plupart du temps, pour le législateur ou le juge, ce qui compte c'est le caractère impératif pour le résultat qu'il produit, la référence à l'ordre public étant alors variable et plus une question de doctrine qu'une question pratique car le législateur qualifie maintenant d'ordre public les dispositions auxquelles il entend donner expressément un caractère impératif. »

28 - M. Mekki, *L'intérêt général et le contrat. Contribution à une étude de la hiérarchie des intérêts en droit privé,* LGDJ, Bibliothèque de droit privé, Tome 411, 2004, n° 353, p. 218.

29 - V. en ce sens : J. Hauser, J.-J. Lemouland, G. Piette, *op. cit*., spéc. n° 6 qui rappellent : « Il reste qu'une partie de la doctrine et de la jurisprudence, qui s'en tient le plus souvent au vocabulaire de l'article 6 du Code civil, ne fait point la différence pour éviter de s'engager dans une gradation risquée de l'essentialité des dispositions législatives. »

30 - J. Domat, *Les lois civiles dans leur ordre naturel,* Liv. I, Tit. XVIII, sect. IV, p. 170 ; v. égal. le Marquis de Vareille-Sommières, *Des lois d'ordre public et de la dérogation aux lois, Étude de philosophie du droit et de droit civil*, Rev. de Lille, 1899, lequel considère que « la distinction entre les lois d'ordre public et les autres n'a aucune réalité et doit être abandonnée » ; J. Carbonnier, *Droit des obligations,* 22e éd., PUF, n° 68, p. 134 ; R. Savatier, *Cours de droit civil. Tome 1*, 1942, n° 47, p. 23 ; J. Carbonnier, *Droit civil, Introduction, Les personnes, La famille, l'enfant, le couple,* 4e éd., P.U.F, n° 126, p. 226 ; É. Bartin, *Principes de droit international privé,* n° 91 : « Les dispositions d'ordre public, ce sont précisément les dispositions impératives » cité par G. Farjat, *L'ordre public économique,* Bibliothèque de Droit privé, préf. B. Goldman, t. 34, LGDJ, p. 31.

31 - V. not. : C. Peres-Dourdou, *La règle supplétive*, préf. G. Viney, LGDJ, 2004, n° 4, p. 2 et n° 6, p. 4 ; N. Borga, *L'ordre public et les sûretés conventionnelles. Contribution à l'étude de la diversité des sûretés*, Dalloz, Nouv. Bibl. de thèses, 2009, n° 4, p. 5 à 9 ; C. Larroumet et S. Bros, *Traité de droit civil*, *Tome 3 : Les obligations, Le contrat*, 9e éd., Economica, 2018, n° 443, p. 415 lesquels évoquent indifféremment « l'ordre public » et « les dispositions impératives ».

du Précis Dalloz *Droit civil – Les obligations* renvoient fréquemment à l'impératif ou aux règles impératives lorsqu'ils évoquent l'ordre public[32]. *Le Vocabulaire juridique de l'Association H. Capitant* retient également l'assimilation, fût-ce implicitement, puisque la dérogation est définie comme une « [s]tipulation par laquelle les parties à un contrat écartent, en ce qui les concerne, l'application d'une loi et qui est licite s'il ne s'agit pas d'une loi impérative ou d'ordre public »[33].

En droit des sociétés, l'assimilation entre les dispositions impératives et les règles d'ordre public est plébiscitée par certains auteurs[34]. Madame R. Kaddouch propose, par exemple, de définir l'ordre public sociétaire comme les « règles impératives applicables au droit des sociétés »[35]. Monsieur M. Buchberger, dans un article dont l'intitulé renvoie directement à l'ordre public sociétaire, a pu également considérer que les dispositions impératives devaient être assimilées aux règles d'ordre public. Plus précisément, selon lui, l'assimilation se justifie au motif que ce qui constitue le critère déterminant pour savoir si l'on est face à une norme d'ordre public, c'est l'impossibilité de déroger à la norme[36], c'est-à-dire son impérativité. Cependant, une telle conception de l'ordre public sociétaire, ou plus largement de l'ordre public, ne fait pas l'unanimité chez les auteurs de la doctrine.

La distinction plébiscitée par une partie de la doctrine. Pour de nombreux auteurs, la distinction entre les dispositions qualifiées d'ordre public et celles dites impératives se justifie[37]. Selon eux, l'impérativité ne serait qu'un simple effet de l'ordre public. Il en découle que si les règles d'ordre public sont impératives, la réciproque ne se vérifie pas[38], ce qui pour certains auteurs « réduit le rôle de l'ordre public à la portion congrue »[39]. Ce dernier se caractériserait par la noblesse de sa mission, à savoir préserver l'intérêt général. Selon Messieurs les Professeurs Hauser, J.-J. Lemouland et G. Piette, il existerait « un «petit» ordre public qui ne mériterait pas son nom, qui serait largement éphémère, contingent, conjoncturel et ne ferait qu'exprimer à un moment donné ce que les pouvoirs publics du moment considèrent comme essentiel »[40]. Si l'ordre public ne mérite pas son nom et qu'il est, par suite, relégué au rang de « petit ordre public », il apparaît tout de même en creux que les auteurs distinguent les règles impératives des dispositions rattachées à l'ordre public.

En droit des sociétés, d'aucuns considèrent

32 - F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette, F. Chénedé, *Droit civil. Les obligations,* 12e éd., 2018, n° 36, p. 43.

33 - G. Cornu (dir.), *Vocabulaire juridique, Association Henri Capitant*, 13e éd., 2020, p. 336., *v°* « Dérogation » ; *v°* « Impératif » : « dont les dispositions d'ordre public l'emportent sur toute volonté contraire que les particuliers auraient exprimée dans un acte juridique ».

34 - M.-C. Monsallier, th. préc., préf. A. Viandier, p. VII de la préface : « Enfin, abordant l'ordre public sociétaire, Mademoiselle Monsallier en identifiant cette notion à l'impératif sociétaire […] » ; *Ibid*, nos 853 et 854 p. 355, laquelle emploie la disposition impérative comme un synonyme de la règle d'ordre public ; G. Le Noach, *Le statutaire et l'extrastatutaire en droit des sociétés*, Nouvelle Bibliothèque de Thèses, Dalloz, 2020, n° 36, p. 35-37.

35 - V. not. sur ce point : R. Kaddouch, *Le droit de vote de l'associé*, dir. J. Mestre, th. dactyl. 2001, p. 256.

36 - M. Buchberger, *L'ordre public sociétaire*, *in* Mélanges en l'honneur de M. Germain, LexisNexis-Lextenso, 2015, p. 182.

37 - Pour de nombreux auteurs, sans prétendre à l'exhaustivité, la distinction s'impose : D. Tallon, *Considérations sur la notion d'ordre public dans les contrats en droit français et en droit anglais*, *in Mélanges offerts à R.* Savatier, 1965, Dalloz, p. 883 et s. et spéc. la troisième partie de l'article ; Ph. Malaurie, L. Aynès, Ph. Stoffel-Munck, *Droit des obligations*, 10e éd., LGDJ, 2018 n° 648, p. 360 ; L. Julliot de la Morandiere, *L'ordre public en droit privé interne*, *in Étude de droit civil à la mémoire d'H. Capitant*, Paris Dalloz 1939, p. 387 ; B. Fauvarque-Cosson, *L'ordre public*, *in* 1804-2004 : Le code civil, un passé, un présent, un avenir, Dalloz, 2004, n° 9, p. 478 ; M. Mekki, th. préc., n° 354, p. 219 ; F. Bocquillon, *Loi susceptible de dérogation et loi supplétive : les enjeux de la distinction en droit du travail*, D. 2005, p. 803 et s. ; J. Ghestin, *L'ordre public, notion à contenu variable en droit privé français*, *in* Les notions à contenu variable en droit, ss. dir. C. Perelman et R. Vander Elst, Bruylant, 1984, p. 77 ; J.-L. Aubert, E. Savaux, *Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil*, 17e éd., 2018, Sirey, n° 101, p. 99-100 selon lesquels la « notion d'ordre public constitue le critère de la distinction entre lois impératives et lois supplétives » ; A. Tani, *L'ordre public et le droit patrimonial de la famille. Contribution à la distinction entre l'ordre public et l'impérativité en droit privé français*, préf. B. Beignier, tome 64, Defrénois, 2020, p. 468.

38 - F. Terré, N. Molfessis, *Introduction au droit*, Précis Dalloz, 11e éd., 2019, n° 546, p. 620.

39 - N. Borga, th. préc, n° 4, p. 5.

40 - J. Hauser, J.-J. Lemouland et G. Piette, *Ordre public et bonnes mœurs*, *op. cit.*, spéc. n° 5.

également que l'ordre public se distinguerait de l'impérativité au regard de sa mission circonscrite à la préservation de l'intérêt général[41]. Toutefois, pour de nombreuses raisons, ce critère se révèle problématique[42]. Fort heureusement, nul besoin de s'appesantir davantage sur ce critère puisque la difficulté peut être obviée en retenant, au moins pour un premier temps dans le dessein de l'éprouver, une définition extensive de l'ordre public sociétaire.

b) L'assimilation : un choix stratégique

Les définitions restrictive et extensive de l'ordre public sociétaire. Des développements précédents, il s'évince que la doctrine s'entend sur un point au moins : la règle d'ordre public est impérative[43]. Pour le reste, les opinions divergent. Selon certains auteurs, la notion d'ordre public se confond purement et simplement avec celle d'impérativité. Ce sont les tenants d'une définition qu'il est permis de qualifier d'extensive de l'ordre public. Celui-ci peut alors être défini *lato sensu* en droit des sociétés comme un contenant notionnel rassemblant les règles contraignantes de la matière. À l'inverse, pour une autre partie de la doctrine, une définition restrictive de l'ordre public, permettant la distinction avec la notion voisine d'impérativité, mérite d'être retenue. Selon cette dernière, si toute règle d'ordre public est impérative, la réciproque n'est pas vraie. Or, à notre sens, il convient au moins dans un premier temps, stratégiquement, de retenir une définition extensive afin d'éprouver son caractère opératoire.

La méthode retenue : une démonstration par l'impossible. D'emblée, la définition extensive de l'ordre public semble poser moins de difficultés que la définition restrictive puisqu'elle ne fait référence qu'à l'impérativité de la règle juridique et non à sa *ratio legis*. Autrement dit, la définition extensive, contrairement à celle pouvant être qualifiée de restrictive, n'impose pas l'identification, du reste éminemment délicate, des règles du droit des sociétés au service de l'intérêt général. Partant, la logique commande de débuter notre étude par l'analyse de la définition extensive de l'ordre public sociétaire, laquelle paraît plus accessible. En effet, si une telle définition de l'ordre public sociétaire produit des résultats satisfaisants, au sens où elle permet la restauration de la sécurité juridique par l'identification des règles sociétaires insusceptibles de dérogation, les difficultés posées par la définition restrictive n'auront pas à être surmontées. À l'inverse, si la définition extensive de l'ordre public sociétaire n'est pas satisfaisante, une démonstration par l'impossible permettra de conclure à la nécessité impérieuse d'une définition restrictive de l'ordre public sociétaire. Ce n'est donc que si la définition extensive de l'ordre public sociétaire produit des résultats insatisfaisants qu'il conviendra de se résoudre à rechercher une définition restrictive. Le cas échéant, et seulement dans cette hypothèse, un critère opératoire de distinction entre les dispositions impératives et les règles d'ordre public du droit des sociétés devra absolument être recherché.

41 - V. en ce sens : T. Allain, th. préc., n° 723, p. 270 ; P. Mousseron, *Les conventions sociétaires*, n° 56, p. 41 et 42 selon lequel l'ordre public se distingue de la disposition impérative en ce qu'il a pour mission de protéger l'intérêt général. Les règles relatives au quorum des assemblées d'actionnaires sont citées en exemple par l'auteur ; v. égal. F. Barrière, *Ordre public et impérativité. Observations en droit pénal des sociétés anonymes*, Rev. sociétés 2007, p. 713 ; rappr. J. Hémard, F. Terré, P. Mabilat, *Sociétés commerciales, Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, t. III, Dalloz, 1978, n° 731, p. 561.

42 - V. sur l'imprécision problématique du critère de l'intérêt général : S. Farges, th. préc., § n^{os} 597 et s.

43 - V. *contra* : B. Fauvarque-Cosson, *L'ordre public*, *in* 1804-2004 : Le code civil, un passé, un présent, un avenir, Dalloz, 2004, p. 473, spéc. n° 16 et s, p. 488. L'auteur affirme d'abord que l'impérativité n'est que l'effet de l'ordre public et ne doit pas être confondue avec lui. Selon elle, toute règle d'ordre public est donc nécessairement impérative. Cependant, le doute est permis puisque plus loin (spéc. n° 21), l'auteur affirme semble-t-il que des dispositions d'ordre public pourraient ne pas être impératives puisqu'elle écrit que l'impérativité constitue « un corollaire non indispensable de [la] notion [d'ordre public] ».

2. Un problème insoluble

L'identification compromise des règles de droit rattachées à l'impérativité sociétaire. Par le recours à la technique du raisonnement *a contrario,* les normes expressément non contraignantes, telles que les règles supplétives ou les dispositions rattachées au droit mou, ont pu d'emblée être exclues sans difficulté de la présente étude[44]. Une solution identique a été retenue pour les dispositions impératives aménageables qui constituent certes des règles obligatoires mais non contraignantes[45] en dépit d'une terminologie trompeuse.

Néanmoins, il a rapidement pu être observé que la valeur contraignante d'une règle de droit – outre certains marqueurs sémantiques résiduels – repose en général sur l'édiction d'une sanction. Plus précisément – contrairement à la sanction des dommages et intérêts, de l'inopposabilité ou encore de la nullité relative[46] – le réputé non écrit s'oppose à toute dérogation au stade de l'applicabilité de la règle de droit[47]. De même, la disposition pénalement sanctionnée, la nullité absolue, l'injonction de faire, la suspension d'un droit propre ou encore la paralysie d'une stipulation conventionnelle ont pu être identifiées comme des sanctions, matérialisant certes l'obligatoriété d'une règle juridique, mais qui révèlent la présence d'une règle contraignante[48].

Puisque l'intégralité des règles contraignantes ne saurait être cependant marquée du sceau de la contrainte, les dispositions sociétaires contraignantes ne peuvent faire l'objet d'une identification littérale exhaustive *a priori*. L'opportunité d'une distinction entre le concept de l'ordre public et la notion d'impérativité sociétaires émerge alors progressivement tant la définition extensive retenue produit des résultats peu satisfaisants.

L'insaisissabilité intrinsèque de la notion d'impérativité sociétaire. L'opportunité de distinguer l'impérativité de l'ordre public sociétaires fait rapidement place à la nécessité pure et simple d'opérer une telle distinction. Et pour cause, à l'heure actuelle, les dispositifs sociétaires contraignants, ayant pour effet de limiter la liberté contractuelle, foisonnent. Aussi, seule une dérogation encadrée ou unanime est parfois tolérée (clause d'inaliénabilité), le respect de l'intérêt social peut être imposé (convention de vote), le support statutaire de la dérogation peut être exigé (clause d'exclusion) ou la localisation de la stipulation dans un pacte d'associés peut être recommandée (clause d'intérêt fixe). Manifestement, les exigences de l'impérativité sociétaire apparaissent extrêmement relatives dès lors qu'aucun critère stable n'a pu être identifié, ce qui génère inéluctablement une multitude d'interrogations qui demeurent sans réponses évidentes. La critique de l'instabilité de la notion d'impérativité sociétaire est d'autant plus justifiée que les incertitudes portent sur des mécanismes au cœur de la pratique quotidienne des spécialistes du droit des sociétés (clauses d'agrément, d'exclusion ou d'inaliénabilité, conventions de vote, promesses de rachat de droits sociaux...).

En définitive, la connaissance du contenu normatif de la notion d'impérativité sociétaire, qui constitue un standard juridique, forme un vœu pieux. Le droit des sociétés a atteint un tel degré de complexité que ladite notion, ne constituerait-elle qu'une partie de cette branche du droit, nous semble, à elle seule, trop fuyante, trop relative, trop évolutive – en somme trop insaisissable – pour faire l'objet d'une appréhension doctrinale satisfaisante *a*

44 - S. Farges, th. préc., § nos 126 et s.

45 - S. Farges, th. préc., § nos 104 et s.

46 - V. pour une justification approfondie : S. Farges, th. préc., § § nos 283 et s.

47 - S. Farges, th. préc., § n§ nos 228 et s.

48 - Plus précisément, quand bien même ces sanctions ne s'opposeraient pas à toute dérogation *a priori*, l'étude du droit positif démontre que ces sanctions confèrent une valeur contraignante certaine aux règles qui en sont assorties : S. Farges, th. préc., § nos 243 et s.

priori. L'existence de ce carcan normatif d'une densité insondable oblige, davantage qu'elle n'invite, à proposer une définition restrictive de l'ordre public sociétaire dans le dessein de parvenir à identifier les règles qu'il comprend.

II. Les propositions

Au terme de la première partie, la dissociation entre l'ordre public et l'impérativité sociétaires apparaît nécessaire tant l'assimilation des deux notions, qui a été retenue au départ afin d'être éprouvée, produit des résultats inexploitables. Il convient donc de se résoudre à abandonner la définition extensive de l'ordre public sociétaire afin de lui substituer une définition restrictive. Pour que cette substitution soit jugée satisfaisante, un critère de distinction permettant l'identification des règles rattachées à l'ordre public sociétaire doit être proposé avant d'être éprouvé (**A**). Une fois le contenu normatif de l'ordre public sociétaire identifié, un régime juridique original, permettant un vaste champ d'application des dispositions essentielles qui lui ont été rattachées, pourra être *in fine* proposé (**B**).

A. La proposition d'une définition restrictive opératoire de l'ordre public sociétaire

La notion d'impérativité sociétaire est incontestablement un standard juridique dont le contenu normatif est, par nature, indéterminé. Si l'ordre public sociétaire semble également résister à toute entreprise de définition, ce dernier constitue en réalité un concept intelligible (**2**) si tant est que l'interprète qui s'y confronte soit prêt à circonscrire sa recherche à l'essentiel (**1**).

1. La proposition d'une définition méthodique des intérêts essentiels

La proposition d'un critère de distinction. Si la recherche d'un critère de distinction s'avère délicate[49], certains éléments de réponse ont tout de même pu émerger du recours à une méthode fonctionnelle de définition. À l'analyse, l'ordre public sociétaire – puisqu'il constitue un concept juridique fondamental, « le rocher de la vie sociale » selon le Doyen Carbonnier[50] – a naturellement pour fonction de protéger, par des règles contraignantes, des valeurs ou intérêts essentiels du droit des sociétés ; telle est la mission singulière dont peut être investi le concept d'ordre public sociétaire. Or, cette définition, puisque restrictive[51], permet d'espérer l'identification des règles de droit, insusceptibles de dérogation conventionnelle puisqu'essentielles, que l'ordre public sociétaire contient. En effet, le contenu normatif de la notion d'impérativité étant plus vaste que celui de l'ordre public sociétaire, les dispositions rattachées à ce dernier se révèlent fatalement moins nombreuses, ce qui permet d'espérer une plus grande intelligibilité du concept autant qu'une stabilité plus prononcée. Néanmoins, afin que la dissociation produise des résultats satisfaisants, encore faut-il pouvoir proposer une définition méthodique des règles essentielles du droit des sociétés, sous peine de substituer une idée vague (les intérêts essentiels du droit des sociétés) à une notion floue (l'impérativité sociétaire).

La proposition d'une définition méthodique des intérêts essentiels. La détermination des dispositions sociétaires essentielles impose,

49 - V. sur ce point les développements relatifs à la recherche d'un critère opératoire de distinction : § n^{os} 567 et s.

50 - Carbonnier, *Exorde*, *in* L'ordre public à la fin du XX^{e} siècle, (dir.) Th. Revet, Dalloz, Coll. Thèmes et commentaires, 1996, spéc. p. 1 : l'auteur évoquait alors le « rocher » de la vie sociale, le « noyau dur » de la société. Plus généralement, l'ordre public représente une « une idée repoussant la liberté » (R. Demogue, *Les notions fondamentales du droit privé : essai critique, pour servir d'introduction à l'étude des obligations*, A. Rousseau, 1991, p. 146). Ce dernier, dont la pensée est rappelée par Farjat dans sa thèse de doctorat, a également pu affirmer que l'ordre public comprend « les idées auxquelles la société s'est très nettement arrêtée » (G. Farjat, th. préc., 1963, n° 20, p. 30).

51 - Rappr. les mots du Doyen Cornu qui, eu égard aux difficultés auxquelles le juriste peut être confronté lors d'une tentative de définition, rappela la nécessité d'« éliminer le pire, plutôt que de s'essouffler à chercher le meilleur » : G. Cornu, *Cours de droit civil, Licence 1re année*, Les cours de droit, 1971-1972, spéc. p. 327.

tout d'abord, de s'intéresser aux règles de droit absolument contraignantes. Plus précisément, il est proposé qu'une règle de droit ne puisse être considérée comme essentielle que si elle ne supporte aucune dérogation[52] ou aménagement conventionnel[53]. Toutefois, si ce critère tenant à l'impérativité absolue de la règle de droit nous semble justifié, il n'est pas pour autant suffisant ; d'autres conditions doivent être réunies afin qu'une disposition puisse être rattachée à l'ordre public sociétaire.

Tout d'abord, les règles sociétaires absolument contraignantes qui édictent les éléments essentiels du contrat de société peuvent être rattachées à l'ordre public sociétaire[54]. Mais, pour éviter une définition trop restrictive dont l'utilité en pratique serait inévitablement résiduelle, les règles absolument contraignantes qui structurent le droit des sociétés en différentes catégories peuvent également être rattachées à l'ordre public sociétaire[55]. En outre, les règles juridiques communes à toutes les sociétés dotées de la personnalité morale et non contingentes – c'est-à-dire celles qui encadrent les effets légaux du contrat de société – peuvent également être rattachées à l'ordre public sociétaire, sous réserve là encore qu'elles soient absolument contraignantes.

A contrario, les règles juridiques qui ne répondent pas à la définition proposée ne peuvent être considérées comme essentielles.

Si la définition restrictive proposée permet d'exclure un nombre important de règles de droit, elle ne peut être jugée opératoire que si elle permet d'identifier les règles que comprend l'ordre public sociétaire.

2. L'identification du contenu de l'ordre public sociétaire

L'identification des éléments essentiels du contrat de société. L'altération des éléments constitutifs, décrits à l'article 1832 du Code civil, conduit d'emblée à douter de leur qualification juridique d'éléments essentiels du contrat de société.

À l'analyse, la vocation de tout associé aux résultats, dont celui-ci ne peut être privé totalement, constitue en droit positif le seul élément intangible du contrat de société, lequel a pour pendant son obligation de contribuer aux pertes, nonobstant l'admission de la validité des promesses de rachat de droits sociaux à prix plancher. En effet, la licéité de ces avant-contrats doit être admise dès lors que le risque de contribution aux pertes, résultant de l'acquisition de droits sociaux à un prix supérieur à leur valeur réelle, est transféré à un autre associé ou à un tiers qui y consent[56]. Le cas échéant, la relation contractuelle est interindividuelle et l'alinéa second de l'article 1844-1 du Code civil, lequel encadre les rapports entre les associés et la société, ne doit pas trouver application. En revanche, si l'intérêt social est affecté, l'intervention de l'ordre public sociétaire est, sauf exceptions[57], justifiée afin de sanctionner un transfert conventionnel du risque de contribuer aux pertes au détriment du patrimoine commun.

L'identification des traits fondamentaux des sociétés. Outre l'attention portée à la vocation aux résultats de l'associé et à son

52 - Les règles juridiques tolérant un aménagement, fût-il strictement encadré (v. par ex. L. 225-98 al. 2 : « Les statuts peuvent prévoir un quorum plus élevé »), ne doivent donc pas être rattachées à l'ordre public sociétaire.

53 - Les dispositions impératives aménageables ne peuvent donc être rattachées à l'ordre public sociétaire.

54 - S. Farges, th. préc., § n^{os} 705 et s.

55 - À titre d'illustration, au sein des sociétés à risque illimité, les associés sont impérativement tenus d'une obligation aux dettes sociales contrairement à ceux d'une société à risque limité. De la même manière, les sociétés par actions émettent des droits sociaux négociables contrairement aux sociétés par intérêts : S. Farges, th. préc., § n^{os} 782 et s.

56 - V. pour la justification de l'affirmation : S. Farges, th. préc., § n^{os} 760 et s.

57 - Les exceptions proposées sont au nombre de deux. En premier lieu, la validité de l'opération doit être admise si la société en retire un avantage. En effet, le cas échéant, l'intérêt social n'est pas affecté. En second lieu, l'opération devrait être tolérée si les associés la décident à l'unanimité. V. sur ce point : S. Farges, th. préc., § n° 760 et § n° 770.

obligation de contribuer aux pertes, l'ordre public sociétaire garantit l'indisponibilité de la règle de droit régissant l'attribution du statut de commerçant – selon la forme sociale choisie par les associés[58] ou l'objet de l'entité[59] – à certaines sociétés. Par ailleurs, peut également être rattachée à l'ordre public sociétaire la règle qui dispose que seules les sociétés y ayant été autorisées par la loi peuvent réaliser une offre au public. En outre, l'obligation aux dettes sociales, à laquelle sont assujettis les associés des sociétés à risque illimité, s'avère d'ordre public. Au sein des sociétés à risque limité enfin, le risque auquel les associés sont assujettis, s'il peut être accru par une renonciation, ne peut être plus limité qu'il ne l'est déjà en vertu du principe de responsabilité limitée au montant de l'apport, sous peine de méconnaître les exigences de l'ordre public sociétaire.

En complément de ces règles structurant le droit des sociétés en différentes catégories et conformément à la méthode proposée, la recherche des dispositions sociétaires non contingentes, communes à toutes les sociétés personnifiées, s'impose pour parachever l'identification des règles rattachées à l'ordre public sociétaire tel que celui-ci a été défini. Pour gagner en clarté, ces dispositions peuvent être classées en trois catégories distinctes selon qu'elles visent la préservation de l'intérêt général, la sauvegarde de l'intérêt social ou la protection de l'associé.

La préservation de l'intérêt général par l'ordre public sociétaire. Différentes dispositions juridiques, pouvant être rattachées à l'ordre public sociétaire, ont pour mission la préservation de l'intérêt général[60]. Lors de la constitution de la société, l'obligation d'immatriculer la société ainsi que celle de rédiger les statuts, lesquels doivent contenir les caractéristiques fondamentales de la personne morale, en font partie. En cours de vie sociale, le principe de représentation de la société, inhérent à toute entité dotée de la personnalité morale, également. Il en va de même de la règle qui dispose que la responsabilité civile d'un dirigeant ne peut être engagée, au sein de l'ordre externe de la société, que sur le fondement d'une faute séparable des fonctions. Enfin, une affirmation identique vaut pour certaines règles sociétaires qui ont vocation à préserver les droits des créanciers par un encadrement coercitif des opérations de dissolution et de liquidation de la société.

La sauvegarde de l'intérêt social par l'ordre public sociétaire. L'ordre public sociétaire comprend diverses règles de droit destinées à préserver non plus l'intérêt général mais l'intérêt social, ce qui semble naturel au regard des multiples fonctions que la notion recouvre en droit des sociétés[61]. *De lege lata*, l'intérêt social constitue un fait générateur de responsabilité civile du dirigeant, une potentielle cause de dissolution en cas de mésentente entre associés paralysant le fonctionnement des sociétés et fonde l'existence d'une obligation spécifique de loyauté du dirigeant. Il peut être ajouté que la nécessité de préserver l'intérêt social conduit légitimement l'ordre public sociétaire à prohiber les clauses limitatives ou élusives de responsabilité qui auraient pour effet de limiter l'indemnisation que la société pourrait être en droit de demander soit par la voie *ut universi*, soit par la voie *ut singuli*. *De lege ferenda*, il devrait être appelé à constituer le critère d'application du second alinéa de l'article 1844-1 du Code civil. À cet égard, au regard des imperfections du texte actuel, une modification du second alinéa de l'article 1844-1 du Code civil est

58 - Par exemple, la S.A.R.L. est une société impérativement commerciale par la forme tout comme la S.A, la S.E, la S.A.S, la S.N.C. ou encore les sociétés en commandite.

59 - La règle aux termes de laquelle est commerciale toute société qui a un objet commercial est d'ordre public.

60 - V. pour une étude des règles de l'ordre public sociétaire dont la *ratio legis* peut être rattachée à la préservation de l'intérêt général : S. Farges, th. préc., § n° 826 à § n° 867.

61 - V. pour une étude des règles de l'ordre public sociétaire dont la *ratio legis* peut être rattachée à la sauvegarde de l'intérêt social : S. Farges, th. préc., § n° 868 à § n° 903.

proposée afin de favoriser son intelligibilité, lequel pourrait être ainsi rédigé : « Sauf à l'unanimité, le risque de contribuer aux pertes sociales, pesant sur chaque associé, ne peut être transféré à la société, au détriment de l'intérêt social, par l'effet d'une convention. Sauf à démontrer que la société en retire un avantage, ce risque existe lorsque le prix versé par la société, afin d'acquérir les droits sociaux qu'elle a elle-même émis, est supérieur à leur valeur réelle. »

Outre l'intérêt général et l'intérêt social, l'ordre public sociétaire protège l'associé, lequel constitue une figure essentielle du droit des sociétés.

La protection de l'associé par l'ordre public sociétaire. L'associé est naturellement protégé par diverses dispositions juridiques eu égard à son exposition à l'aléa social[62]. Si le rattachement des règles afférentes à l'intangibilité de l'engagement financier de l'associé se justifie, leur champ d'application demeure passablement obscur, ce qui est préjudiciable à la sécurité juridique[63]. Par ailleurs, les dispositions relatives au droit de l'associé d'intervenir dans les affaires sociales, qui comprennent son droit à l'information et son droit de participer aux décisions collectives, ont également pu être rattachées à l'ordre public sociétaire. En revanche, le rattachement du droit de vote de l'associé à l'ordre public sociétaire par la jurisprudence, s'il ne fait guère de doute en droit positif, nous semble inopportun au regard des conséquences néfastes qui découlent du refus d'autoriser la privation conventionnelle du droit de vote dans certaines situations circonscrites[64].

Grâce au recours à une définition restrictive, les règles de l'ordre public sociétaire ont pu être identifiées, ce qui a *in fine* permis la compréhension de ses mécanismes d'intervention autant que la formulation de certaines propositions.

B. La mise en œuvre originale de l'ordre public sociétaire

L'ordre public sociétaire : un instrument juridique contraignant. En pratique, la définition restrictive proposée a permis l'identification des règles rattachées à l'ordre public sociétaire, c'est-à-dire des limites de la liberté contractuelle communes à toutes les sociétés françaises. À la suite de cette étape, les caractéristiques originales de ces règles, dont la singularité reflète leur grande importance, ont pu être mises en lumière.

À propos des sanctions, l'ordre public sociétaire favorise le réputé non écrit de la stipulation illicite. Le choix de cette sanction mérite approbation puisque le réputé non écrit constitue une sanction particulièrement adaptée au regard de ses caractéristiques[65]. La sanction de la nullité de la société est prévue, à titre résiduel, en cas de violation d'une règle rattachée à l'ordre public sociétaire ; le cas échéant, le droit de critique fait l'objet d'un régime indisponible[66].

62 - V. pour une étude des règles de l'ordre public sociétaire dont la *ratio legis* peut être rattachée à la protection de l'associé : S. Farges, th. préc., § n° 903 à § n° 954.

63 - Une intervention du législateur, ayant pour objet de définir précisément la notion essentielle d'augmentation des engagements, apparaît en l'état du droit positif souhaitable.

64 - V. pour un exposé des difficultés posées par cette solution jurisprudentielle et les propositions formulées pour y remédier : S. Farges, th. préc., § n° 947 à § n° 951.

65 - La sanction du réputé non écrit permet de rétablir, au besoin par l'anéantissement des actes juridiques subséquents dont la clause illicite était le support, l'application de la règle rattachée à l'ordre public sociétaire. Qui plus est, l'imprescriptibilité (récemment réaffirmée en droit de la consommation (Cass. 1re civ., 30 mars 2022, n°19-17.996) comme en droit civil (Cass. 3e civ., 19 novembre 2020, 19-20.405)) et la vocation à jouer de plein droit de cette sanction constituent des caractéristiques adaptées à la mission de l'ordre public sociétaire, à savoir préserver des règles juridiques essentielles. Il convient d'ajouter du reste que, contrairement à la nullité partielle du contrat, le réputé non écrit d'une clause statutaire, même déterminante du consentement des associés, ne constitue pas une cause de nullité du contrat de société. Ainsi, la sanction apparaît pleinement adaptée en droit des sociétés au regard de l'aversion du législateur pour la nullité de la société.

66 - Si le rattachement à l'ordre public sociétaire du régime des nullités est justifié, au sens où les parties ne peuvent ni prévoir des causes de nullité que le législateur n'a pas prévues (des clauses statutaires) ni modifier les conditions de mise en œuvre de la nullité (prescription, droit d'agir, faculté de régularisation ou de confirmation…), sa valeur contraignante mériterait d'être expressément consacrée, ce qui n'est pas le cas actuellement.

L'ordre public sociétaire : un concept juridique rayonnant. Concernant l'application de la loi dans le temps et dans l'espace, il est proposé de favoriser l'application des règles rattachées à l'ordre public sociétaire. Concrètement, l'application immédiate des règles de l'ordre public sociétaire aux sociétés constituées avant leur entrée en vigueur apparaît justifiée, au besoin par le recours à la procédure de conformité[67], afin de favoriser l'accomplissement de la mission essentielle dont est investi l'ordre public sociétaire. Cette proposition fait écho à l'exception bien connue au principe de survie de la loi ancienne, maintes fois appliquée par la jurisprudence[68], à savoir que la disposition pouvant être rattachée à l'ordre public impérieux s'applique immédiatement au contrat en cours.

Puisqu'en application de la définition restrictive proposée, les règles que contient l'ordre public sociétaire sont essentielles, elles méritent à ce titre de bénéficier d'un rayonnement singulier dans le temps mais également dans l'espace[69]. Par suite, la localisation de la clause doit être indifférente. Ainsi, les règles juridiques rattachées à l'ordre public sociétaire sont applicables aux sociétés dont le siège social statutaire est situé sur le territoire français mais doivent également être respectées par les conventions parasociales qui gravitent en périphérie d'une société[70].

L'ordre public sociétaire : un concept réduit à l'essentiel. *In fine*, au regard de la complexité exacerbée du droit des sociétés, le concept proposé a dû être réduit à l'essentiel. Tel fut le prix à payer pour proposer une construction intellectuelle systématique et synthétique, en l'occurrence un concept dont le contenu normatif, puisque réduit à l'essentiel, peut être identifié, étudié et – si nécessaire – corrigé. À cet égard, les mots de l'illustre Gény résonnent avec une particulière acuité lorsqu'il affirmait que : « Ce n'est pas à la vie sociale de plier devant la théorie juridique. C'est la théorie, au contraire, qui doit s'accommoder aux faits et aux exigences de la vie[71]. »

67 - L'étude de la procédure de conformité a permis de montrer ses lacunes. Elle mériterait d'être réformée. V. sur ce point : S. Farges, th. préc., § nos 1023 et s.

68 - S. Farges, th. préc., § n° 1012.

69 - S. Farges, th. préc., § nos 988 et s.

70 - Il en résulte, concrètement, que lorsque l'objet ou l'effet d'une convention porte atteinte à un intérêt essentiel protégé par l'ordre public sociétaire, la stipulation illicite doit être anéantie et, ce, peu important l'éloignement « géographique » de la convention avec la société.

71 - F. Gény, *Méthodes d'interprétation et source du droit positif français : essai critique*, préf. R. Saleilles, Tome I, LGDJ, 1919, n° 80, p. 186.

Corporate Governance – Transparence financière et comptable

Renaud Mortier
Professeur agrégé de droit privé et avocat directeur associé, Cabinet FIDAL

I. Devoir de vigilance des SA : consécration de la compétence du tribunal judiciaire de Paris (L. n° 2021-1729 pour la confiance dans l'institution judiciaire)

La loi n° 2017-399 relative au **devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre** a institué l'obligation pour les grandes SA d'établir et de mettre en œuvre de manière effective un **plan de vigilance** permettant d'identifier et de prévenir les **risques d'atteinte grave concernant les droits humains, la santé et l'environnement** ; ce plan doit être rendu public et inclus dans le rapport annuel de gestion des SA concernées (C. com., art. L. 225-102-4 et L. 225-102-5).

L'article 56 de la loi n° 2021-1729 du 22 décembre 2021 pour la confiance dans l'institution judiciaire[1] attribue au **tribunal judiciaire de Paris** une **compétence exclusive** pour connaître des « actions relatives au **devoir de vigilance** fondées sur les articles L. 225-102-4 et L. 225-102-5 du [C]ode de commerce » (COJ, art. L. 211-21 nouv. ; texte en vigueur depuis le 24 décembre 2021).

Une semaine tout juste avant la promulgation de la loi, la **Cour de cassation** avait pourtant tranché la question en offrant au demandeur non commerçant la liberté de saisir à son choix **soit le tribunal civil, soit le tribunal de commerce** (Cass. com., 15 décembre 2021, n° 21-11.957, n° 893 FS-B), renvoyant ainsi dos à dos les juridictions du fond qui avaient posé pour l'une la compétence du tribunal de commerce (CA Versailles, 10 décembre 2020, n° 20/01692), et pour l'autre celle du tribunal judiciaire (TJ Nanterre, ord. JME, 11 février 2021, n° 20/00915).

II. Peut-on créer une catégorie d'actions de préférence sans droit au dividende ? (Avis ANSA n°21-027)

Le comité juridique de l'ANSA a rendu un avis aux termes duquel il considère qu'« une catégorie d'action de préférence, privée du droit au dividende mais pas de droit au boni de liquidation, n'est pas contraire à la prohibition des clauses léonines de l'article 1844-1 [du Code civil] dans la mesure où cette catégorie n'est pas totalement exclue du partage des bénéfices ». Pour fonder cette position, l'ANSA affirme : « Le boni correspond en effet aux bénéfices non distribués ».

Dans le même avis, le comité juridique considère par ailleurs que « dans une société par actions, l'interprétation de l'article 1844-1 [du Code civil] doit se faire par catégorie de titres : il est donc interdit de créer une catégorie d'actions totalement privées de tout droit au bénéfice, y compris dans la situation examinée [par le comité juridique] d'une détention d'action ordinaire obligatoirement conjointe pour chaque associé ».

1 - Loi n° 2021-1729 du 22 décembre 2021 pour la confiance dans l'institution judiciaire, JORF n° 0298, 23 décembre 2021.

L'analyse de l'ANSA doit être reçue avec la plus grande prudence en ce qu'elle aboutit à affirmer qu'une action (de préférence) pourrait être privée de tout droit à dividende dès lors qu'elle ouvrirait droit au boni de liquidation, sans violer l'article 1844-1 du Code civil, qui répute non écrites les clauses « excluant un associé totalement du profit » (clause dite « léonine »). L'existence d'un boni de liquidation, déjà très incertaine en elle-même, est subordonnée à la dissolution de la société, laquelle pourrait ne jamais intervenir, et marque la fin du pacte social. Le juge saisi de la question pourrait considérer que la clause privant de tout dividende l'associé doit être réputée non écrite, en ce qu'elle exclut totalement ce dernier du profit au sens de l'article 1844-1 alinéa 2 du Code civil, sans que son droit dans le boni de liquidation, de par son caractère tout à la fois ténu, hypothétique et ultime, puisse suffire à écarter la qualification de clause léonine, ni même d'ailleurs à caractériser le partage des bénéfices qui définit la société (C. civ., art. 1832). Au demeurant, les associés bénéficiant du droit exclusif aux dividendes auraient tout intérêt à ne jamais dissoudre la société.

Nous rejoignons en revanche l'analyse beaucoup plus prudente de l'ANSA concernant l'interdiction d'émettre des actions de préférence privées de tout droit au bénéfice, quand bien même la détention de tels titres serait couplée avec celle d'actions ordinaires ouvrant quant à elle droit au bénéfice. À supposer même que la prohibition des clauses léonines posée par l'article 1844-1 puisse, à l'inverse de ce que prétend l'ANSA, se faire en considération de la personne des associés (l'article 1844-1 visant très clairement l'« associé » et non les actions ou parts sociales), et non par catégorie d'actions, on ne saurait garantir en pratique qu'une action soit, en toutes circonstances, parfaitement indissociable d'une autre.

III. SAS : organe compétent pour distribuer des réserves ou primes d'émission (Avis ANSA n°21-025)

Le comité juridique de l'ANSA a rendu un avis concernant la détermination de l'organe compétent pour distribuer des réserves ou primes d'émission. Concernant en premier lieu les réserves, le comité considère que « les « réserves » étant des bénéfices non distribués, le terme générique de « bénéfices » de l'article L. 227-9 [du Code de commerce] inclut les réserves [de sorte que] l'article L. 227-9, alinéa 2 réservant expressément les décisions relatives aux « bénéfices » à la compétence de la collectivité des associés, les statuts d'une SAS ne peuvent y déroger ».

En revanche, concernant en second lieu les primes d'émission [et, par assimilation, les primes d'apport et de fusion], le comité considère que « l'absence de dispositions légales à l'article L. 227-9 et aux articles L. 232-11 et L. 232-12 relatives à l'organe compétent pour décider la distribution des « primes d'émission », que l'on ne peut confondre avec les « bénéfices », permet aux statuts de SAS de prévoir, le cas échéant, la compétence d'un autre organe [l'ANSA évoque à ce sujet un « comité d'administration »] que la collectivité des associés (l'article L .225-98 et la compétence générale de l'AGO par défaut n'étant pas applicable à la SAS) ».

Quant à la **distribution des réserves**, nous rejoignons l'ANSA qui considère avec prudence que, les réserves étant constituées de bénéfices (non distribués), leur mise en distribution doit être assimilée à la mise en distribution de bénéfices, ce qui désigne immanquablement la collectivité des associés comme étant l'organe exclusivement compétent pour la décider (C. com., art. L. 227-9, al. 2). À l'appui de cette interprétation, un membre du comité juridique a souligné à juste titre la soumission de la SAS au régime de droit commun de l'article L. 232-11 du Code de commerce, aux termes duquel « l'assemblée générale [donc la collectivité des associés dans la

SAS] peut décider la mise en distribution de sommes prélevées sur les réserves » (al. 2). À cela on peut ajouter que la notion de « bénéfice » n'est définie par aucun des textes précités (C. com., art. L. 227-9 et L. 232-11), tandis que l'article L. 232-11, qui vise les « réserves », prend place, au sein du Code de commerce, dans la section IV « bénéfices » du chapitre II « comptes sociaux » du titre III « dispositions communes aux diverses sociétés commerciales ».

Quant à la **distribution des primes** d'émission [et, par assimilation, des primes d'apport et de fusion], nous sommes en revanche très réservé quant à l'idée défendue par l'ANSA selon laquelle les statuts de SAS pourraient prévoir la compétence d'un autre organe que la collectivité des associés.

Il est vrai qu'aucun article de loi, et tout spécialement du Code de commerce, ne vise expressément les primes d'émission afin de désigner l'organe compétent pour décider de leur distribution : les articles L. 227-9 et L. 232-11 précités du Code de commerce visent pour le premier « les bénéfices » et pour le second « le bénéfice » et « les réserves ». Aucun de ces textes ne semble donc applicable aux distributions de primes.

L'ANSA entend asseoir définitivement cette analyse en soulignant que les primes d'émission (primes d'apport ou de fusion) représentent un complément d'apport, ce qui ressort tant de la loi (C. com., art. L. 225-128, évoquant la majoration du montant nominal par une prime d'émission) que de la jurisprudence[2]. Au sujet de la prime de fusion, l'ANSA affirmait déjà en 2010 : « Cette prime n'est ni un bénéfice, ni une réserve provenant de l'accumulation de bénéfices ; elle est assimilée à un supplément d'apport »[3].

Cependant, s'il est vrai que la prime d'émission est destinée en tant que versement à intégrer l'actif, les comptes de primes répercutent cette valeur au passif du bilan, où on leur reconnaît la nature de réserves sociales[4], même si le droit comptable oblige formellement à isoler la prime d'émission dans un compte distinct des autres réserves[5]. L'observation est de nature à rattacher la mise en distribution de primes à la compétence de la collectivité des associés (C. com., art. L. 232-11 précité).

Le débat aurait dû en définitive être placé par l'ANSA sur le terrain de l'articulation entre l'article L. 232-11 et l'article L. 227-9. Si l'on considère que les deux textes sont contradictoires en ce que le premier vise les réserves et non le second, le texte spécial, spécifique aux SAS, donc l'article L. 227-9, devrait sur ce point précis, en application de la règle *lex specialia generalibus derogant* (les règles spéciales dérogent aux règles générales), évincer le texte général, applicable à l'ensemble des sociétés par actions, donc l'article L. 232-11. En ce cas, la décision de distribution des primes de capital ne serait pas obligatoirement de la compétence de la collectivité des associés de la SAS. Cependant, une telle interprétation est aventureuse car on peut selon nous parfaitement considérer que les articles L. 232-11 et L. 227-9, loin d'être contradictoires, sont complémentaires, le premier des deux

2 - Cass. com., 9 juillet 1952 : JCP G 1953, II, 7742.

3 - CJ ANSA 6 janvier 2010, n° 10-008.

4 - Comme l'ont fort justement relevé de longue date Lyon-Caen et Renault : « Les primes d'émission […] constituent pour les actionnaires qui les versent un supplément d'apport dû en sus de la valeur nominale de leurs titres […] et représentent pour les sociétés, dans la mesure où elles les conservent, un supplément d'actif net, c'est-à-dire une réserve » (Ch. Lyon-Caen, L. Renault, *Traité de droit commercial*, LGDJ, 5e éd. 1929, t. II, 2e partie, p. 427-428). – En ce sens, v. également A. Dalsace, C. Dalsace et N. Bernard, *Manuel des sociétés anonymes*, Dalloz, 4e éd. 1967, n° 254. Gény ne disait pas différemment lorsqu'il affirmait : « Que la prime d'émission se présente naturellement comme un apport supplémentaire au capital c'est l'évidence même. Mais [on peut également] d'autre part y voir un bénéfice acquis par la société grâce à une activité fructueuse, qui justifie ce supplément au capital comme faisant équilibre à des réserves ou des espérances qui ont déjà enrichi le fonds social (…) » (F. Gény, note sous Cass. req., 5 mars 1930 : S. 1930, 1, p. 361, n° 77).

5 - Le nouveau plan comptable exclut en effet des comptes de réserve la prime d'émission pour l'inscrire, afin que les capitaux propres apparaissent plus clairement, en compte 1041 (« Prime d'émission »), sous le titre de « comptes liés au capital » (compte 104), avec les autres primes qui lui sont assimilables : primes d'apport, de conversion, de fusion et de scission. Voir A. Viandier, *La loi d'harmonisation comptable et le droit des sociétés – Étude de quelques incidences* : Rev. sociétés 1984, p. 3.

textes ajoutant au second un domaine de compétence (distribution de réserves, et par assimilation, distribution de primes) non prévu expressément par lui.

IV. Une décision unanime requiert l'accord de… tous les associés

Cass. 3e civ., 5 janvier 2022, n°20-17.428, FS-B

« Faits et procédure

1. Selon l'arrêt attaqué (Basse-Terre, 27 janvier 2020), Mme [T] est associée de la société civile immobilière Le Carrefour de Destrellan (la SCI).

2. Par ordonnance du 16 mars 2012, un administrateur provisoire a été désigné avec pour mission de gérer et d'administrer la SCI.

3. Le 24 juillet 2015, l'assemblée générale de la SCI a adopté des résolutions portant sur l'approbation des comptes des exercices 2011 à 2014, le quitus donné aux cogérants, puis à l'administrateur, pour ces exercices, l'affectation des résultats de l'exercice 2014 et la rémunération de l'administrateur provisoire.

4. Mme [T] a assigné la SCI, représentée par son administrateur, en annulation de cette assemblée.

Examen du moyen

Sur le moyen, pris en ses première et deuxième branches, en ce qu'il fait grief à l'arrêt de constater le non-respect de la règle de l'unanimité des associés

Enoncé du moyen

5. La SCI, représentée par son administrateur provisoire, fait grief à l'arrêt de constater que la règle de l'unanimité des associés n'a pas été respectée, alors :

« 1°/ que, sauf stipulation contraire des statuts de la société, l'unanimité des associés nécessaire à la prise des décisions excédant les pouvoirs du gérant désigne les associés présents ou représentés lors de l'assemblée générale ; qu'en affirmant que les comptes auraient dû être approuvés à l'unanimité des associés y compris les absents à l'assemblée, en l'absence de disposition statutaire particulière, la cour d'appel a violé l'article 1852 du code civil ;

2°/ que, sauf stipulation contraire des statuts de la société, l'unanimité des associés nécessaire à la prise des décisions excédant les pouvoirs du gérant désigne les associés présents ou représentés lors de l'assemblée générale ; qu'après avoir constaté que les statuts reprenaient cette disposition au sujet de l'adoption des décisions collectives, la cour d'appel n'a pas tiré les conséquences légales de ses propres constatations en affirmant que les statuts exigeaient l'unanimité des voix attachées aux parts créées par la société plutôt que l'unanimité des associés présents à l'assemblée générale, violant ainsi l'article 1134 du code civil, dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance du 10 février 2016, ensemble l'article 1852 du code civil. »

Réponse de la Cour

6. Aux termes de l'article 1852 du code civil, les décisions qui excèdent les pouvoirs reconnus aux gérants sont prises selon les dispositions statutaires ou, en l'absence de telles dispositions, à l'unanimité des associés.

7. Ce texte ne restreint pas l'unanimité à celle des associés présents ou représentés à une assemblée générale, mais vise la totalité des associés de la société.

8. La cour d'appel a retenu que, les statuts de la SCI ne prévoyant aucune disposition particulière pour l'approbation des comptes, qui constitue une décision excédant les pouvoirs reconnus aux gérants, cette approbation devait être décidée à l'unanimité des associés.

9. Elle a, ensuite, souverainement retenu, abstraction faite de motifs surabondants critiqués par la deuxième branche, que la clause des statuts stipulant que « toutes décisions qui excèdent les pouvoirs de

gestion sont prises à l'unanimité des voix attachées aux parts créées par la société. Chaque part donne droit à une voix. », qui s'appliquait aux décisions portant sur le quitus donné à l›administrateur et la distribution des résultats, imposait l'unanimité des voix attachées aux parts créées par la société et non l›unanimité des voix des seuls associés présents à l'assemblée générale.

10. Elle a constaté que ces décisions n'avaient pas été prises à l'unanimité des voix de l'ensemble des associés.

11. Elle en a exactement déduit que les délibérations litigieuses avaient été adoptées en violation des règles statutaires et de la règle de l'unanimité des associés prévue par l'article 1852 du code civil.

12. Le moyen n'est donc pas fondé.

Sur le moyen, pris en ses troisième et quatrième branches, en ce qu'il fait grief à l'arrêt de prononcer la nullité des délibérations et d'ordonner le recouvrement des dividendes versés

Enoncé du moyen

13. La SCI, représentée par son administrateur provisoire, fait grief à l'arrêt de prononcer la nullité des délibérations prises à l'occasion de son assemblée générale du 24 juillet 2015 et d'ordonner à l'administrateur de poursuivre le recouvrement des dividendes versés, alors :

« 3°/ que la nullité des actes ou délibérations des organes d'une société civile ne peut résulter que de la violation d'une règle impérative du titre neuvième du livre troisième du code civil ou de l'une des causes de nullité des contrats en général, la méconnaissance d'une disposition non impérative ; qu'en considérant que la méconnaissance de la règle de l'unanimité des associés issue du code civil en cas de décisions excédant les compétences du gérant justifiait l'annulation de la délibération relative à l'approbation des comptes, cependant que la règle méconnue n'était pas impérative, la cour d'appel a violé les articles 1844-10 et 1852 du code civil ;

4°/ que sous réserve des cas dans lesquels il a été fait usage de la faculté, ouverte par une disposition impérative d'aménager conventionnellement la règle posée par celle-ci, le non-respect des stipulations contenues dans les statuts n'est pas sanctionné par la nullité ;

qu'en considérant que la méconnaissance de la règle statutaire d'unanimité des associés pour toute délibération collective justifiait l'annulation des délibérations du 24 juillet 2015 portant quitus aux cogérants puis à l'administrateur, affectation du résultat, distributions des bénéfices, retrait d'une résolution et fixation des honoraires de l'administrateur, lorsque cette règle ne constituait pas une dérogation statutaire à une règle impérative la cour d'appel a violé les articles 1844-10, 1852 et l'ancien article 1134 du code civil. »

Réponse de la Cour

14. Aux termes de l'article 1844-10, alinéa 3, du code civil, dans sa rédaction antérieure à celle issue de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019, la nullité des actes ou délibérations des organes de la société ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du titre neuvième du livre troisième du code civil ou de l'une des causes de nullité des contrats en général.

15. Le principe d'unanimité, posé par l'article 1852 du code civil, à défaut de dispositions statutaires, pour prendre des décisions collectives qui excèdent les pouvoirs reconnus aux gérants, relève des dispositions impératives au sens de l'article 1844-10 précité.

16. La violation de ce principe ou des règles statutaires qui l'aménagent est sanctionnée par la nullité.

17. La cour d'appel a exactement retenu que la violation des règles statutaires et légales relatives à l'adoption, par

l'assemblée générale, des décisions excédant les pouvoirs du gérant relatives à l'approbation des comptes des exercices 2011 à 2014, au quitus donné aux gérants et à l'administrateur pour ces exercices, à l'affectation des résultats de l'exercice 2014 et à la fixation des honoraires de l'administrateur, était sanctionnée par la nullité.

18. Le moyen n'est donc pas fondé.

PAR CES MOTIFS, la Cour :

REJETTE le pourvoi […]. »

NOTE : En application de l'article 1852 du Code civil, les statuts d'une société civile immobilière prévoyaient que « toutes décisions qui excèdent les pouvoirs de gestion sont prises à l'unanimité des voix attachées aux parts créées par la société ». L'assemblée générale de la société civile immobilière avait adopté à l'unanimité des voix des associés présents plusieurs résolutions portant approbation des comptes de plusieurs exercices, quitus des cogérants puis d'un administrateur provisoire, affectation des résultats et rémunération de l'administrateur provisoire.

À la demande de l'un des associés, la cour d'appel de Basse-Terre annula ces décisions, considérant qu'à défaut d'avoir été adoptées « à l'unanimité des voix de l'ensemble des associés », elles l'étaient « en violation des règles statutaires et de la règle de l'unanimité des associés prévue par l'article 1852 du Code civil » (CA Basse-Terre, 27 janv. 2020).

La troisième chambre civile de la Cour de cassation confirme la violation en l'espèce de l'exigence d'unanimité des associés, et rejette le pourvoi. La Cour de cassation affirme par ailleurs que « la violation [du] principe [d'unanimité] ou des règles statutaires qui l'aménagent est sanctionnée par la nullité », « le principe d'unanimité, posé par l'article 1852 du Code civil, à défaut de dispositions statutaires, pour prendre des décisions collectives qui excèdent les pouvoirs reconnus aux gérants, [relevant] des dispositions impératives au sens de l'article 1844-10 [du Code civil] ».

Dans son arrêt du 5 janvier 2022, la Cour de cassation définit pour la toute **première fois** la notion d'**unanimité**. La solution est **transposable à toutes les situations** dans lesquelles la loi requiert « l'unanimité des associés »[6]. Elle rejoint celle qu'avait déjà consacrée la cour d'appel de Versailles, considérant que l'unanimité imposée par l'article L. 227-3 du Code de commerce pour la transformation en SAS, s'entend de la totalité des associés liés par le pacte social et non des seuls associés présents aux assemblées[7].

Sur le fond, la solution est conforme à ce qu'est par **nature** l'unanimité des associés : l'expression du **consentement individuel** de tous les associés sans exception, et non un mode particulier de scrutin des décisions collectives. En l'espèce, s'il est fait référence aux « voix » des associés, c'est parce que les statuts, usant d'une liberté offerte par l'article 1852 du Code civil, visaient ces dernières. L'unanimité des associés nous semble cependant être par **tête et non par voix** : ainsi ne fait-il aucun doute que l'accord unanime des associés requiert celui du titulaire d'actions de préférence sans droit de vote, ou encore celui de l'associé n'ayant pas libéré ses actions et privé comme tel du droit de vote.

En cas d'**usufruit** portant sur les droits sociaux, la règle nous semble devoir être combinée avec **la récente jurisprudence de la Cour de cassation**, **refusant à l'usufruitier la qualité d'associé**[8]. **L'accord de l'usufruitier ne serait dès lors par principe pas requis** au titre de l'unanimité, sauf peut-être si la délibération unanime porte affectation des bénéfices, la Cour de

6 - V. not. C. com., art. L. 227-19, al. 2 : adoption d'une clause d'inaliénabilité d'actions de SAS ; L. 225-130 : augmentation de capital en numéraire par élévation de la valeur nominale des actions ; L. 223-43 et L. 225-245 : transformation en SNC.

7 - CA Versailles, 24 février 2005, n° 03-7294 ; v. également en ce sens ANSA, CJ n° 3219 du 8 janvier 2003.

8 - Cass. com., avis 1er décembre 2021, n° 20-15.164, FS-D ; Cass. 3e civ., n° 20-15.164, P+B.

cassation interdisant, au visa de l'article 578 du Code civil, d'exclure (du moins par voie statutaire ; dès lors que l'exclusion viendrait de la loi il serait difficile d'arbitrer entre cette disposition d'une part, et l'article 578 d'autre part) l'usufruitier du champ d'une telle décision[9].

L'arrêt du 5 janvier 2022 est très intéressant en dernier lieu par la **sanction** qu'il pose en cas de violation de l'exigence d'unanimité : la **nullité** des actes ou délibérations concernés. Il y a lieu de rappeler que, dans une société civile, une telle nullité ne peut résulter que de la violation d'une disposition **impérative** du titre IX du livre III du Code civil consacré aux sociétés ou des causes de nullité des contrats en général (C. civ., art. 1844-10, al. 3). La Cour de cassation considère en l'espèce qu'est impérative au sens de ce texte l'exigence d'unanimité posée par l'article 1852 du Code civil, quand bien même cette dernière n'est que supplétive de volonté, et quand bien même la violation porterait sur les « règles statutaires qui l'aménagent ». La solution **rejoint la jurisprudence** ayant dit impérative la règle posée par l'article 1836 alinéa 1er du Code civil, subordonnant la modification des statuts d'une société à l'unanimité des associés, sauf clause statutaire contraire, clause dont la violation est au demeurant également sanctionnée par la nullité de la décision y contrevenant[10]. Pour terminer, on signalera qu'il est très probable que serait pareillement qualifiée de règle impérative l'article L. 221-6 du Code de commerce exigeant l'unanimité des associés d'une **SNC** pour les décisions excédant les pouvoirs du gérant, de sorte qu'une décision non modificative des statuts violant cette exigence (ou une clause statutaire l'aménageant) serait nulle sur le fondement de l'article L. 235-1, alinéa 2 du Code de commerce.

9 - Cass. com., 31 mars 2004, n° 03-16.694, FS-PB.

10 - Cass. 3e civ., 8 juillet 2015, n° 13-14.348.

V. Est valable l'obligation pour un dirigeant révoqué pour justes motifs de céder ses actions

Cass. com., 22 septembre 2021, n°19-23.958

« Faits et procédure

1. Selon l'arrêt attaqué (Nancy, 4 septembre 2019), rendu sur renvoi après cassation (chambre commerciale, financière et économique, 13 septembre 2017, pourvoi n° 15-18.547), la société Hominis, désireuse de se rapprocher d'un partenaire financier et d'augmenter sa participation dans le capital de la société Enthalpia Est, devenue Enthalpia Nord Est, sa filiale (la société Enthalpia), a acquis de Mme [K], épouse [U], en vertu d'un protocole d'accord du 8 décembre 2006, 3 825 actions supplémentaires de cette société. Par un acte du même jour, la société Hominis et Mme [U], ont conclu un pacte d'actionnaire minoritaire prévoyant, notamment, les conditions dans lesquelles Mme [U], s'obligeait à céder la totalité de ses actions et valeurs mobilières dans le capital de la société Enthalpia dont elle était la présidente. La société MBO Capital II (la société MBO) a créé, le 19 novembre 2006, la société anonyme People and Business Development (la société PBD), laquelle a procédé, le 19 janvier 2007, à une augmentation de son capital social en contrepartie de l'apport en nature d'actions de la société Hominis. Par une délibération du 2 décembre 2009, l'assemblée générale des actionnaires de la société Enthalpia a mis fin au mandat de Mme [U].

2. Celle-ci, estimant avoir été victime de manœuvres dolosives de la part de la société Hominis lors de la cession de ses titres en 2006, au motif que l'opération effectivement réalisée lui avait été dissimulée, et soutenant que la promesse de cession de ses actions était affectée d'une condition potestative, a demandé l'annulation du protocole d'accord et du pacte d'actionnaire minoritaire conclus

ainsi que le paiement de dommages-intérêts.

Examen des moyens

Sur les premier et deuxième moyens, ci-après annexés

3. En application de l'article 1014, alinéa 2, du code de procédure civile, il n'y a pas lieu de statuer par une décision spécialement motivée sur ces moyens qui ne sont manifestement pas de nature à entraîner la cassation.

Et sur le troisième moyen

Enoncé du moyen

4. Mme [U] fait grief à l'arrêt de rejeter sa demande d'annulation de l'article 5 du pacte minoritaire et sa demande en paiement de dommages-intérêts, alors « que la condition potestative est celle qui fait dépendre l'exécution de la convention d'un événement qu'il est au pouvoir de l'une ou l'autre des parties contractantes de faire arriver ou d'empêcher ; qu'en l'espèce, la condition était potestative dès lors que l'exécution de la promesse de vente consentie par Mme [U] dépendait de l'exercice du pouvoir dont disposait la société Hominis de révoquer pour «juste motif» Mme [U] ; qu'en jugeant du contraire, la cour d'appel a violé les articles 1170 et 1174 du code civil. »

Réponse de la Cour

5. Aux termes de l'article 1170 du code civil, dans sa rédaction antérieure à celle issue de l'ordonnance du 10 février 2016, la condition potestative est celle qui fait dépendre l'exécution de la convention d'un événement qu'il est au pouvoir de l'une ou de l'autre des parties contractantes de faire arriver ou d'empêcher.

6. Ne revêt pas un caractère potestatif une condition dont la réalisation dépend, non de la seule volonté du créancier de l'obligation, mais de circonstances objectives susceptibles d'être contrôlées judiciairement.

7. Il résulte des constatations de la cour d'appel qu'aux termes de l'article 5, paragraphe 1er, du pacte minoritaire, Mme [U] s'engageait à vendre ses titres en cas de révocation pour juste motif. Il s'ensuit que n'étant pas au seul pouvoir de la société Hominis, la condition litigieuse tenant à la révocation de Mme [U], ne pouvait entraîner la nullité de l'obligation. Par ce motif de pur droit, substitué, selon les modalités de l'article 1015 du code de procédure civile, à ceux que critique le moyen, l'arrêt se trouve légalement justifié de ce chef.

PAR CES MOTIFS, la Cour :

REJETTE le pourvoi »

NOTE : Présidente minoritaire de la SAS Enthalpia, Madame B. avait conclu avec la société mère de cette dernière, la société Hominis, un pacte dit « minoritaire », par lequel elle s'engageait (art. 5, § 1er) à lui céder l'intégralité de ses actions en cas de révocation pour justes motifs de son mandat. Révoquée en date du 2 décembre 2009 par l'assemblée générale des actionnaires de la société Enthalpia, Madame B. sollicita l'annulation de la promesse de cession, motif pris notamment de ce qu'elle aurait été affectée d'une condition potestative. La cour d'appel de Nancy la débouta de sa demande (CA Nancy, 4 septembre 2019).

La Cour de cassation rejette le pourvoi formé contre l'arrêt dans les termes suivants : « 5. Aux termes de l'article 1170 du Code civil, dans sa rédaction antérieure à celle issue de l'ordonnance du 10 février 2016, la condition potestative est celle qui fait dépendre l'exécution de la convention d'un évènement qu'il est au pouvoir de l'une ou de l'autre des parties contractantes de faire arriver ou d'empêcher. 6. Ne revêt pas un caractère potestatif une condition dont la réalisation dépend, non de la seule volonté du créancier de l'obligation, mais de circonstances objectives susceptibles d'être contrôlées judiciairement. 7. Il résulte des constatations de la cour d'appel qu'aux

termes de l'article 5, §1er du pacte minoritaire, Mme B. s'engageait à vendre ses titres en cas de révocation pour juste motif. Il s'ensuit que n'étant pas au seul pouvoir de la société Hominis, la condition litigieuse tenant à la révocation de Mme B., ne pouvait entraîner la nullité de l'obligation ».

Les obligations assorties d'une condition potestative de la part du débiteur sont nulles. Pour les contrats conclus jusqu'au 1er octobre 2016 (hypothèse du présent arrêt), la règle résultait de l'article 1174 du Code civil : « Toute obligation est nulle lorsqu›elle a été contractée sous une condition potestative de la part de celui qui s›oblige ». Pour les contrats conclus depuis cette date, l'article 1304-2 a pris le relais : « Est nulle l›obligation contractée sous une condition dont la réalisation dépend de la seule volonté du débiteur ».

On retiendra du présent arrêt qu'il soustrait à la qualification de condition potestative prohibée la condition suspendant la cession, des actions d'un minoritaire président de SAS au majoritaire, à la révocation du premier par le dernier (via l'assemblée qu'il contrôle) de son mandat de dirigeant. Le fondement de cette solution, solidement mis en avant par la Cour de cassation, tient au fait que la révocation en cause était une révocation « pour juste motif », relevant « non de la seule volonté du créancier de l'obligation, mais de circonstances objectives susceptibles d'être contrôlées judiciairement ». *A contrario*, l'arrêt laisse entendre qu'une révocation *ad nutum* tomberait sous le coup de l'interdiction légale, quand bien même la révocation n'est pas un évènement neutre pour la société et ainsi pour son actionnaire majoritaire. La solution s'inscrit dans le droit fil de la jurisprudence : on se souvient que la Cour de cassation avait déjà, sur le fondement de l'(ancien) article 1174 du Code civil, validé l'obligation pour un associé, par ailleurs salarié, de céder ses parts sociales à la société mère en cas de licenciement par sa filiale pour faute grave ou lourde, et ce aux motifs que cette condition « n'éta[i]t pas au pouvoir de celui qui s'obligeait »[11].

Bien que rendus sous l'empire du droit antérieur, ces arrêts ont une portée qui englobe les contrats conclus sous l'empire du nouveau droit, formulé d'ailleurs en des termes plus restrictifs (référence à la « seule » volonté du débiteur là où l'ancien texte vise la condition « potestative » de la part du débiteur).

La référence par l'arrêt du 22 septembre 2021 à la volonté du « créancier » est discutable en ce que, appliquée en l'espèce à un contrat unilatéral (et non à un contrat synallagmatique où chaque partie est à la fois créancière et débitrice), elle semble admettre implicitement que pourraient encourir la nullité les contrats assortis d'une condition potestative du chef du « créancier », alors que la loi, jamais infirmée sur ce point par la jurisprudence, vise à cette fin la seule condition potestative du chef du « débiteur ». L'idée sous-jacente, bien connue, est que celui qui prétend s'engager sous condition de sa propre volonté ne s'engage pas réellement. En réalité, le visa par la Cour de cassation du « créancier » et non du « débiteur » ne semble pas prêter à conséquence : la Cour de cassation n'a fait que reprendre sur ce point une formulation malheureuse qui ne paraissait pas discutée par les parties, se contentant de constater le défaut de potestativité de la condition, suffisante à elle seule à fonder le rejet du pourvoi.

VI. SAS : conditions de révocation du directeur général

SAS - Directeur général - Révocation abusive (non) - Absence à l'entretien (oui) - Mise en mesure de présenter ses observations (oui).

CA Paris, 7 septembre 2021 n° 19/18733, M. c/ Sasu Granado France

11 - Cass. 1re civ., 6 décembre 2017, n° 16-17.588.

« […] SUR CE,

Mme M. a été nommée en qualité de directrice générale de la SAS Granado France par décision de l'associée unique, la société Granado Brésil représentée par M. F.. L'article 13.2 des statuts prévoit que la révocation du directeur général est prononcée par le président dans un document valant procès-verbal, qu'elle n'a pas à être motivée et qu'elle ne donne lieu à aucun dommages et intérêts ou indemnité de quelque nature que ce soit.

Mme M. était ainsi révocable ad nutum de sorte que la société Granado France n'avait pas à justifier les raisons de sa révocation et, en toute hypothèse, la cour n'a pas à apprécier le bien fondé des griefs formulés à l'encontre de cette dernière.

La révocation du dirigeant est toutefois abusive si elle a été accompagnée de circonstances ou a été prise dans des conditions qui portent atteinte à sa réputation ou à son honneur ou si elle a été décidée brutalement sans respecter l'obligation de loyauté dans l'exercice du droit de révocation.

Mme M. soutient que sa révocation est intervenue le 26 décembre 2017 au Brésil.

S'il est acquis aux débats qu'un entretien a eu lieu ce jour-là entre M. F. et Mme M., qui a accepté de participer à cet entretien dont la date avait été arrêtée d'un commun accord, aucune pièce ne vient démontrer que M. F. a formellement pris la décision de révoquer Mme M. lors de cet entretien ou à son issue.

La circonstance que Mme M. a continué de revendiquer la conclusion d'un contrat de travail et d'en négocier les termes alors que la société Granado France entendait discuter des dissensions apparues à l'occasion de l'ouverture d'un magasin et des conséquences à en tirer ne vient pas établir l'existence d'un stratagème de la société Granado France visant à révoquer Mme M. dès le 26 décembre 2017.

De même, lui demander de cesser d'exercer ses fonctions comme à l'habitude, comme l'intimée l'a invitée à le faire, ne signifie pas que la société Granado France avait pris sa décision de la révoquer et le fait que la banque teneur du compte de la société Granado France à Paris a été informée de la désignation d'un nouveau gestionnaire du compte bancaire remplaçant Mme M., sans que M. Gaspar M. qui en témoigne ne précise la date de prise d'effet de cette décision, confirme le souhait de la société Granado France de voir modifier les conditions d'exercice de son mandat par Mme M.. C'est ainsi que la société Granado France a, dans un courrier adressé le 26 janvier 2018 au conseil de Mme M., exposé que son président l'avait reçue le 26 décembre 2017, que, sans explication satisfaisante quant à divers griefs, il lui avait signifié la suspension de son mandat mais que Mme M. continuant à se rendre à la boutique à Paris et à exercer ses fonctions, il avait été décidé de la convoquer à un entretien en vue de sa révocation.

Ensuite, le communiqué du 26 décembre 2017 dont se prévaut Mme M. n'annonce pas son départ de la direction générale de la société Granado France mais la fin de ses 'prestations de services', c'est-à-dire des relations contractuelles qu'elle avait établies avec la société Granado Brésil, la cour observant au surplus que ce communiqué interne est dépourvu de tout caractère brutal puisqu'il reconnaît l'engagement et le dévouement de Mme M. et la remercie 'immensément' pour sa contribution et les résultats atteints. Il ressort enfin du témoignage de Mme G. que la coupure de la ligne téléphonique et de la messagerie de Mme M. intervenue à partir du 26 décembre 2017 ne concerne pas la révocation du mandat de directeur général de la société Granado France mais qu'elle fait suite à l'information diffusée par 'la société brésilienne' selon laquelle Mme M. ne faisait plus partie de la société.

Mme M. manque ainsi à établir qu'elle a été

irrégulièrement révoquée le 26 décembre 2017 et il doit être considéré qu'elle a été révoquée par décision du 17 janvier 2018 après avoir été convoquée à un entretien le 11 janvier précédent.

Au début du mois de décembre 2017 des courriels ont été échangés entre Mme M. et M. F. révélant des dissensions entre la première et les équipes de la maison-mère brésilienne, le second énonçant divers reproches à la première en ces termes : 'je trouve votre mémo sur Granado Europe offensant et générateur de division et je trouve certains de vos commentaires insubordonnés' ou encore 'je vous ai dit verbalement et par écrit que vos priorités étaient le magasin et le site internet. C'est ma décision et je suis le décideur ultime de l'entreprise. Cela ne signifie pas que vous ne faites rien d'autre mais cela signifie que vous ne donnez pas la priorité à d'autres sujets comme un magasin temporaire, les négociations avec Sephora, les négociations avec de potentiels clients grossistes, etc', 'j'ai aussi vu un e-mail que vous avez envoyé à un agent immobilier aux Etats Unis disant que vous étiez responsable de l'expansion en Amérique du nord. Vous ne l'êtes pas. Toute demande doit être dirigée vers moi ou Sissi', 'suggérer que vous n'avez pas d'aide du Brésil est faux', '(...) mais jusqu'à présent nous ne recevons pas de résultats quotidiens du magasin ou du site. Vous n'avez pas non plus fourni d'information sur le personnel que vous avez engagé et nous n'avons virtuellement rien sur vos dépenses. J'ai dit aujourd'hui à (...) de s'assurer que vous enverrez l'information requise, celle qui est requise à toutes les filiales, chaque jour'.

M. F. a en outre reçu Mme M. en entretien le 26 décembre 2017. La teneur de cet entretien n'est pas connue de la cour mais le fait que Mme M. a pu considérer avoir été révoquée dès ce moment-là rend certaine l'existence d'échanges sur les griefs de la société Granado France à l'égard de sa directrice générale.

Enfin, Mme M. a été convoquée par lettre du jeudi 11 janvier 2018 pour un entretien le 16 janvier suivant, sa révocation étant envisagée. La lettre de convocation, envoyée par pli recommandé avec accusé de réception, a été distribuée le vendredi 12 janvier 2018 par les services postaux, l'accusé de réception ne mentionnant aucune difficulté quant à la distribution du pli. Le témoignage de la belle-mère de Mme M., selon lequel la famille a passé le week-end des 13 et 14 janvier 2018 à Honfleur et Mme M. a passé la nuit du 15 au 16 janvier 2018 à Antony, ne contredit pas la réception de la lettre de convocation le vendredi 12 janvier 2018. L'existence d'opérations de paiement ce jour-là n'est pas non plus de nature à infirmer la réception de la lettre de convocation le 12 janvier constatée par les services postaux.

Mme M. ne s'est pas présentée à l'entretien et la société Granado France n'était pas tenue de reporter cet entretien alors que l'accusé de réception de la lettre de convocation ne lui permettait pas de douter de la connaissance par Mme M. de sa convocation. Le 17 janvier 2018, le président de la société Granado France a décidé de la révoquer à compter du 17 janvier 2018, conformément à l'article 13.2 des statuts sus rappelé, et la société Granado France l'a informée de sa décision par lettre du même jour.

Il résulte de ces éléments que la révocation de Mme M. n'a été ni brutale ni soudaine ni empreinte de déloyauté, Mme M. ayant été informée, dès début décembre 2017 et au cours d'un premier entretien le 26 décembre 2017, de divers griefs formulés à son encontre puis régulièrement convoquée le 11 janvier 2018 pour un entretien le 16 janvier suivant, ces délais lui ayant laissé du temps pour présenter des observations. Les conditions de révocation n'ont revêtu aucun caractère injurieux ou vexatoire. Les employés de la société Granado France ont ainsi été informés par un courriel électronique du 18 janvier 2018 du départ

de Mme M. en des termes identiques au courriel électronique du 26 décembre 2017 adressé aux employés de la société Granado Brésil, l'engagement et le dévouement de Mme M. y étant également soulignés et les remerciements de M. F. exprimés pour sa contribution et les résultats atteints.

Il s'ensuit que la révocation de Mme M. n'a pas été abusive. Il convient dès lors de confirmer le jugement par substitution des motifs.

PAR CES MOTIFS

La Cour statuant contradictoirement,

Confirme le jugement en toutes ses dispositions […] »

NOTE : Les statuts d'une société par actions simplifiée (SAS) créée en France par une société de droit brésilien donnaient à son président le pouvoir de révoquer le directeur général dans un document valant procès-verbal et ce sans motifs ni dommages-intérêts. Après un premier entretien tenu au Brésil d'un commun accord entre le président et le directeur général (Mme M.) le 27 décembre 2017, ce dernier fut convoqué à un second entretien tenu en France le 16 janvier 2018, auquel il ne se présenta pas. Sa révocation lui ayant été notifiée le lendemain, il réclama à la SAS des dommages-intérêts, arguant de sa révocation abusive pour avoir été, selon lui, faite brutalement, dans des circonstances injurieuses et vexatoires, prétendument lors de l'entretien tenu au Brésil et non lors de celui organisé en France, présenté par lui comme un simulacre de révocation destiné à régulariser la situation.

La cour d'appel de Paris rejette sa demande, jugeant d'abord non apportée la preuve de la révocation dès le premier entretien, et ensuite ni brutale, ni soudaine, ni empreinte de déloyauté la révocation intervenue en janvier 2018. À cette fin, les magistrats parisiens soulignent que le directeur général avait été informé dès décembre 2017, notamment au cours de l'entretien au Brésil, des griefs formulés à son encontre, puis régulièrement convoqué à l'entretien de janvier 2018. Le délai de cinq jours entre la date de sa convocation et celle de l'entretien lui avait laissé le temps de présenter ses observations et la société n'avait pas à reporter l'entretien du fait de son absence, « alors que l'accusé de réception de la lettre de convocation ne lui permettait pas de douter de [sa] connaissance » de la convocation. Enfin, la révocation n'a pas revêtu un caractère injurieux ou vexatoire, les employés de la SAS en ayant été informés par un e-mail soulignant l'engagement et le dévouement du directeur général et le remerciant pour sa contribution et pour les résultats atteints.

Dans le silence de la loi, les statuts de SAS fixent librement les conditions de révocation des dirigeants. En l'espèce, les statuts écartaient le principe de l'indemnisation du dirigeant, de sorte que pour obtenir une telle indemnité, il lui incombait de démontrer avoir été révoqué abusivement. Selon une jurisprudence constante, la révocation abusive est celle faite en des circonstances portant atteinte à la réputation ou à l'honneur du dirigeant, ou décidée brutalement, sans respecter l'obligation de loyauté dans l'exercice du droit de révocation. L'élément le plus notable de la présente affaire concerne l'obligation de loyauté, dont on rappellera qu'elle implique que le dirigeant, même révocable à tout moment, ait eu communication des motifs de sa révocation avant qu'elle ne soit décidée, et ait été mis en mesure de présenter ses observations. Sur ce tout dernier point, la cour d'appel affirme que mettre en mesure le dirigeant de présenter ses observations n'impose pas sa présence à l'entretien au cours duquel est décidée sa révocation, ainsi qu'avait déjà pu le décider tant la Cour de cassation[12] que la cour d'appel de Paris elle-même[13]. La solution est de bon sens car en décider autrement autoriserait tout dirigeant à obtenir indemnisation de sa révocation en se rendant volontairement absent.

12 - Cass. com., 15 mai 2007, n° 05-19.464, FS-PB.

13 - CA Paris, 30 octobre 2007, n° 06/14260 ; CA Paris, 17 septembre 2013, n° 12/11615.

Le rapport de l'*ABE Developing a framework for sustainable securitisation* : la titrisation au bénéfice du développement durable

Alexandre Quiquerez
Maître de conférences en droit privé - Directeur du Master juriste d'affaires, éthique et compliance (Université Lumière Lyon 2)

La titrisation a d'ores et déjà connu plusieurs vies. Elle est née dans les années 1970 et s'est développée comme un mécanisme précieux de financement et de transfert des risques ; elle s'est ensuite présentée comme un instrument pouvant être dangereux et comme l'une des causes de la crise des *subprimes* et sa pratique a reculé ; aujourd'hui, elle est considérée comme une technique bénéfique pour l'économie réelle à condition d'être bien structurée et juridiquement encadrée[1]. Le règlement européen n° 2017/2402 du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS), modifié par le règlement européen n° 2021/557, va en ce sens. Une nouvelle évolution de la réglementation et de la pratique fait son entrée : la titrisation pourrait-elle être aussi conçue comme un outil au service du développement durable, notamment de transition écologique ? Le concept de finance durable étant généralement pensé et appliqué dans les domaines du *private equity*, des OPCVM[2], des obligations vertes[3] et du financement participatif[4], sa rencontre avec la titrisation nous parait naturelle et inévitable. Ainsi, les critères ESG (pour « Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance »), traditionnellement appliqués aux activités entrepreneuriales, de service public ou de financement, entrent dans le giron des titrisations. Certaines titrisations ne seraient donc plus uniquement tournées vers le financement et l'investissement, à des fins purement « capitalistiques », mais seraient utilisées pour poursuivre des objectifs écologiques et sociaux, en tout ou partie.

L'Autorité bancaire européenne (ABE) a publié le 2 mars 2022 un rapport[5], intitulé *Developing a framework for sustainable securitisation*. Ce document analyse les

1 - Pour un panorama des évolutions de la titrisation : Th. Granier et alii, *Droit commercial*, 9e éd., Dalloz, coll. Précis, 2017, n° 636.

2 - I. Riassetto, *Finance alternative : quels fonds d'investissement pour quelles aspirations ?*, RDBF, 2013, p. 1998.

3 - J.-M. Moulin, *La finance au service de quelle transition climatique ?*, Rev. Internationale des services financiers, 2020, n° 4, p. 20 et *Vers un marché européen d'obligations vertes*, RDBF, 2020, p. 52.

4 - Th. Granier, *Crowdinvesting et financement durable*, RDBF, 2015, p. 104.

5 - Ce document est rédigé en anglais et composé de 54 pages.

développements récents et les défis liés à l'introduction de la durabilité dans le marché de la titrisation de l'UE[6]. L'ABE emploie le concept de « titrisation durable » et deux de ses déclinaisons : « titrisation verte » et « titrisation sociale ». La première porte sur des objectifs d'ordre écologique, tandis que la seconde a trait à diverses thématiques, telles que l'égalité des genres, les conditions de travail et les droits humains. De façon générale, le rapport examine comment la durabilité pourrait être intégrée dans le contexte spécifique de la titrisation afin de favoriser la transparence et la crédibilité du marché de la titrisation durable de l'UE et de soutenir son développement de manière efficace.

Les titrisations durables ou vertes ne sont pas actuellement des catégories bien identifiées, pas plus que les « actif durables » ou les « actifs verts ». La pratique commence toutefois à parler de RMBS vertes (*Green Residential Mortgage-Backed Securities*) et d'ABS auto vertes (*Green Auto Asset-Backed Securities*). Le qualificatif « vert » se déploie dans d'autres classes de produits de titrisation, comme les ABCP[7] et les CLO[8]. Les *solar ABS* émergent comme un nouveau marché de la titrisation consistant à émettre des titres adossés à des crédits à la consommation permettant de financer l'acquisition de panneaux photovoltaïques. Ces nouvelles appellations renvoient plus à des sous-classes des catégories classiques de titrisations qu'à des classes autonomes.

Jusqu'à présent, aucun label exclusivement applicable à la titrisation durable ne semble exister. Cependant, l'*International Capital Market Association* (ICMA) a développé les *Green Bond Principles* (GBP), les *Social Bond Principles* (SBP), les *Sustainability Bond Guidelines* (SBG) et les *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP). Ces labels sont applicables à tous les types d'obligations, y compris celles émises par les véhicules de titrisation.

Différents types de montage de titrisation durable sont envisageables, tels que :

- Les titrisations *true sale* dans lesquelles les actifs cédés au véhicule de titrisation répondent à des conditions de respect de l'environnement. Il s'agit, par exemple, des crédits immobiliers pour financer des habitations économes en énergie ou des véhicules électriques, des prêts ou baux solaires et des créances de prêts aux PME pour financer des projets environnementaux.

- Les titrisations où le produit de la souscription des titres par les investisseurs est utilisé par l'originator (ou « initiateur ») pour investir dans des projets verts, par exemple par le biais d'un prêt attribué par le véhicule de titrisation à l'originator pour construire un parc d'éoliennes ou des immeubles à faible consommation énergétique.

- Les titrisations synthétiques, opérations dans lesquelles les actifs sous-jacents restent dans le bilan de l'originator tout en transférant leurs risques. Par exemple, le véhicule de titrisation s'engage à prendre en charge les pertes, c'est-à-dire indemniser l'originator, à hauteur d'un certain montant d'un portefeuille de prêts. Ce transfert de risque libère des fonds propres réglementaires de la banque, qui s'engage en contrepartie à réutiliser ces économies de capital pour accorder des financements verts.

La pratique américaine offre déjà de nombreux exemples d'opérations innovantes en ce qu'elles font converger la titrisation avec la finance verte. Certains des développements majeurs de la titrisation

6 - EBA Report, *Developing a framework for sustainable securitisation*, EBA/REP/2022/06 (ci-après le « rapport »).

7 - Il s'agit de refinancer les créances clients générées par des entreprises qui s'engagent à suivre des modèles économiques plus durables.

8 - Les gestionnaires de CLO appliquent des « critères de sélection négatifs » pour exclure les entreprises qui tirent une partie de leurs revenus de certaines activités polluantes, telles que l'extraction de pétrole, de gaz et de charbon.

verte aux États-Unis concernent l'énergie solaire et les véhicules électriques. Par exemple, Mosaic, une plateforme de financement pour les améliorations résidentielles solaires et écoénergétiques aux États-Unis, recourt à la titrisation pour des montants dépassant certaines titrisations classiques[9]. Le déploiement aux États-Unis des programmes de financement *Property Assessed Clean Energy* (PACE) soutient la croissance des projets renouvelables et solaires et permet des émissions de titres adossés à des prêts « PACE ». De même, Ford Motor Company et sa filiale de financement mènent divers projets de financement, notamment de titrisation, pour répondre à des préoccupations sociales et environnementales ; les produits de souscription des titres sont destinés à être utilisés pour le transport non polluant, la fabrication propre, l'amélioration de la vie et la revitalisation des communautés[10].

En France, les opérations de titrisation verte commencent à apparaitre, avec des montants d'émission importants. Ainsi, le groupe BPCE a effectué sa première opération de RMBS verte de 1,5 milliards d'euros destinée au financement de logements basse consommation[11]. Cette émission de RMBS, notée AAA par Fitch et S&P et à laquelle les Banques Populaires et les Caisses d'Épargne sont parties prenantes, semble être la première titrisation d'un tel montant à avoir été réalisée sous cette forme par un émetteur français.

Le rapport fait observer qu'à ce jour seul un nombre très limité de titrisations qualifiées de durables ont été créées dans l'UE[12]. En comparaison avec les marchés américain et chinois de la titrisation verte, le marché européen semble réduit et il est également moins développé que le marché des obligations sécurisées durables de l'UE. Pour l'ABE, les principaux obstacles au développement du marché de la titrisation durable de l'UE résident dans i) un manque d'actifs durables disponibles, ii) l'absence d'une définition commune et de normes pour favoriser la transparence et la crédibilité sur le marché et iii) l'attractivité limitée des produits de titrisation en général. Il existe cependant une demande croissante de produits de titrisation durables de la part de nombreux investisseurs institutionnels, qui ont accru leurs engagements à investir dans des actifs durables conformément à leurs objectifs de politique interne. La constitution ou la participation à des titrisations durables est de nature à améliorer l'image des originators comme des investisseurs auprès du grand public et de leurs partenaires financiers ou commerciaux. Les agences de notation se saisissent de ce marché en publiant des rapports et des notes sur ce type d'opération[13].

Ce rapport a été élaboré conformément à l'article 45 bis, § 1, du règlement sur la titrisation, qui prévoyait que l'ABE, en étroite coopération avec l'AEMF et l'AEAPP, publie un rapport sur l'élaboration d'un cadre spécifique de titrisation durable, afin d'intégrer les exigences de transparence liées à la durabilité dans ce règlement. Sur la base des résultats de ce rapport, la Commission européenne devrait soumettre un rapport au Parlement européen et au Conseil sur la création d'un cadre de titrisation durable, accompagné d'une proposition législative, si cela est jugé approprié.

Ce document, clair et complet, aborde tant le marché de la titrisation durable au sein de l'UE que le cadre juridique. Notre propos sera de montrer en quoi le montage – la *structure,* ainsi qu'il est dit en français comme en anglais – est fondamental dans

9 - KBRA, *Mosaic Solar Loan Trust 2022-1. $382,730,000 Asset Backed Securities*, Presale report, 17 mars 2022.

10 - Ces projets ont fait l'objet d'une appréciation favorable par Moody's ESG, en tant qu'agence de notation sociale ; https://esg.moodys.io.

11 - Communiqué de presse, 5 oct. 2021, https://groupebpce.com.

12 - Rapport, § 42.

13 - Par ex. : Fitch, *Green Securitisation: Developments and Challenges*, 15 avril 2021.

l'élaboration d'une véritable titrisation aux préoccupations durables, comme pour les autres titrisations. Dans ces montages de titrisation verte ou sociale, les contrats seront indispensables pour préciser les obligations contractuelles de chaque partie prenante, en particulier le véhicule de titrisation et l'originator.

Le rapport explore les aspects suivants : si et comment la réglementation européenne sur la finance durable, y compris celle sur les obligations vertes, pourrait être appliquée à la titrisation (**I**) ; la pertinence ou non d'un cadre réglementaire dédié à la titrisation durable (**II**) et ; la nature et le contenu des informations relatives à la durabilité pour les produits de titrisation (**III**).

I. L'application de la réglementation sur la finance durable aux titrisations

Les principaux textes de droit de l'UE applicables à la finance durable sont actuellement les suivants :

- Le règlement n° 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, modifié par le règlement n° 2021/557 du Parlement européen et du Conseil du 31 mars 2021 (dit « règlement sur la titrisation ».
- Le règlement n° 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (dit « règlement SFDR » pour *Sustainable Finance Disclosure Regulation*).
- Le règlement n° 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement n° 2019/2088 (dit « règlement sur la taxonomie »).
- Le règlement délégué n° 2021/2178 du 6 juillet 2021 complétant le règlement n° 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par des précisions concernant le contenu et la présentation des informations que doivent publier les entreprises soumises à l'article 19 *bis* ou à l'article 29 *bis* de la directive 2013/34/UE sur leurs activités économiques durables sur le plan environnemental, ainsi que la méthode à suivre pour se conformer à cette obligation d'information.

Ce cadre juridique européen s'applique, sans préjudice des règles nationales sur la titrisation ou en droit de l'environnement.

Les instruments financiers émis dans le cadre d'opérations de titrisation ne sont pas des « produits financiers » au sens de l'article 2 du SFDR. En revanche, les titrisations en Europe sont régies par le règlement de l'UE sur la titrisation, qui pose déjà des normes détaillées de diligence raisonnable et de divulgation d'informations pour la titrisation.

La Commission a proposé en juillet 2021 un règlement sur la création d'un label européen volontaire pour les obligations vertes (« EU GBS »)[14]. Ce label sera accessible à tous les émetteurs (privés et souverains) pour aider à financer des investissements durables. Comme l'exposé des motifs le précise, il peut s'agir d'obligations garanties comme de titres émis par un véhicule de titrisation. En outre, les émetteurs concernés peuvent être établis tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'UE.

L'ABE juge opportun que le futur règlement GBS de l'UE s'applique bien à la titrisation, à condition que certains ajustements

14 - Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les obligations vertes européennes, COM(2021) 391 final, 6 juillet 2021.

soient apportés à la norme[15]. La titrisation présente une spécificité par rapport à l'émission d'obligation « classique » : elle suppose de multiples participants, notamment un véhicule de titrisation. Le montage d'une titrisation est plus complexe qu'une émission directe d'obligations par l'entité financée. Lorsqu'une entreprise émet elle-même une obligation verte, le produit de la souscription peut être directement utilisé pour financer des projets écologiques. En revanche, dans les titrisations, le produit de la souscription sert normalement à financer l'acquisition des actifs ou la prise en charge des risques, et pas forcément à financer des projets écologiques, même si les sous-jacents sont des « actifs verts ». L'application des exigences du règlement GBS (y compris l'utilisation des produits de la souscription, les informations à fournir et les sanctions) au niveau du véhicule de titrisation, telle qu'envisagée dans la proposition actuelle, suscite le risque qu'elle n'interdirait pas à l'originator d'utiliser le produit de l'obligation de titrisation pour générer des actifs non verts. C'est pourquoi l'ABE recommande que les exigences « EU GBS » s'appliquent au niveau de l'originator, et non au niveau du véhicule de titrisation. Cela permettrait à une titrisation qui n'est pas adossée à un portefeuille d'actifs verts de répondre aux exigences « EU GBS », à condition que l'originator s'engage à utiliser l'intégralité du produit de l'obligation verte pour générer de nouveaux actifs verts. L'ABE reconnait que l'application des exigences d'utilisation des produits (*use of proceeds*) au niveau de l'originator, plutôt qu'au niveau du véhicule de titrisation, ne semble pas être une voie évidente pour la titrisation compte tenu de l'absence de double recours[16] et parce que cela permettrait à une titrisation d'être labellisée, alors que les actifs titrisés ne sont pas forcément verts. Cependant, elle estime que cette solution semble être la plus efficace et la plus pragmatique pendant une phase de transition.

La Commission est habilitée à compléter le règlement STS en adoptant des normes techniques de réglementation[17]. Celles-ciconcernent le contenu, les méthodes et la présentation des informations exigées pour les titrisations STS, y compris sur des indicateurs de durabilité concernant les incidences négatives en matière de climat et les autres incidences négatives environnementales, sociales et liées à la gouvernance. Les autorités européennes de surveillance sont chargées d'élaborer de tels projets de normes techniques de réglementation. Le 2 mai dernier, elles ont lancé une consultation publique afin de recueillir des propositions de normes[18]. L'ABE, en tant qu'autorité européenne de surveillance, sera donc amenée à poursuivre ces travaux.

II. Créer une réglementation spécifique pour les titrisations durables ?

D'abord, en ce qui concerne la titrisation verte avec cession parfaite, le rapport souligne qu'un cadre juridique parallèle au règlement GBS permettrait d'accompagner les acteurs du marché et de promouvoir davantage la normalisation et la cohérence dans l'utilisation de la titrisation verte. Toutefois, l'analyse de l'ABE montre qu'il serait prématuré d'établir un cadre dédié à la titrisation verte[19]. Ce cadre serait plus pertinent une fois que l'économie de l'UE aura poursuivi sa transition et qu'existe un gisement plus profond d'actifs verts. L'ABE recommande d'attendre l'adoption et la mise en œuvre du règlement GBS avant d'analyser en quoi il serait cohérent et complémentaire d'avoir éventuellement, à côté du label GBS, un label spécifique pour

15 - Rapport, § 66.

16 - Les investisseurs dans les produits de titrisation ne sont normalement exposés qu'aux risques relatifs aux actifs sous-jacents, et non aux risques afférents à l'entité initiatrice.

17 - Art. 22, § 6 du règlement n° 2017/2402 modifié.

18 - https://www.esma.europa.eu/policy-activities/securitisation.

19 - Rapport, § 73.

les titrisations vertes, en signalant que tout risque de confusion devrait être évité entre les deux labels.

Ensuite, le rapport s'intéresse aux titrisations synthétiques, en indiquant qu'il faudrait plus de temps pour évaluer si et comment les spécificités de ce type de titrisation devraient être prises en compte dans un cadre vert[20]. Il est donc proposé que l'ABE soit mandatée pour surveiller l'évolution du marché européen de la titrisation synthétique verte et étudier la pertinence et le contenu potentiel d'un cadre pour ce type particulier d'opération.

Enfin, concernant les titrisations sociales, l'ABE est d'avis qu'il serait trop tôt pour adopter un cadre spécifique étant donné qu'une norme européenne d'obligations sociales doit encore être établie et que le marché de la titrisation sociale de l'UE en est encore à ses balbutiements[21]. Il est toutefois proposé que l'ABE évalue si et comment un cadre social pourrait être établi une fois que le marché de la titrisation sociale de l'UE aura davantage mûri et après qu'une norme d'obligation sociale de l'UE aura été élaborée.

Il ne serait donc pas tant demandé aux autorités européennes de travailler sur une législation spécifique, que de demander aux acteurs du marché (originators, investisseurs, sociétés de gestion, agences de notation, etc.) de participer à des titrisations qui contribuent réellement au développement durable. Les montages de titrisation, qui se composent, outre de la création de véhicules *ad hoc*, intègrent une forte composante contractuelle. Concrètement, il nous semble que deux axes doivent attirer l'attention des opérateurs du marché.

D'une part, il convient de prévoir dans les documents précontractuels et contractuels, tels que le prospectus, les contrats de cession des actifs et de souscription des titres, que les actifs à acquérir par le véhicule de titrisation doivent répondre à certains critères d'éligibilité précis et obligatoires ; un volume d'actifs durables pourrait être précisé en termes de montant si l'opération inclut une part d'actifs durables et non durables. Les titrisations vertes doivent comporter des critères d'éligibilité qui ne sont pas seulement d'ordre financier comme c'est le cas dans les autres titrisations. Le but sous-jacent est d'éviter le *greenwashing*, méthode de marketing consistant à communiquer auprès du public en utilisant l'argument écologique de manière trompeuse pour améliorer son image. Le respect des critères d'éligibilité doit être vérifié à la clôture de l'opération[22] ou, dans le cas d'une titrisation rechargeable, à chaque date de transfert des actifs.

D'autre part, lorsque la titrisation verte ou sociale repose sur des obligations s'inscrivant dans la durée, telles que l'utilisation des fonds collectés pour les projets écologiques, le montage doit tenir compte des répercussions d'une violation de ces obligations et communiquer la situation aux investisseurs. Autrement dit, des « déclencheurs verts » peuvent alerter les investisseurs d'un manquement à une telle obligation. Ce montage contractuel s'inspire des déclencheurs (« *triggers* ») traditionnels, qui sont des systèmes préventifs prévoyant des solutions d'information et de protection des investisseurs en cas de performance financière insuffisante des actifs titrisés. Des obligations négatives, telles que la non-acquisition de certaines catégories d'actifs, ou le non-investissement dans des projets non durables, dûment circonscrits, par exemple au regard des empreintes carbone, pourraient être également stipulées.

La nécessité d'un cadre juridique spécifique doit selon nous s'analyser au regard des risques individuels et systémiques que les titrisations durables peuvent poser.

20 - Rapport, § 76.

21 - Rapport, § 106.

22 - Par exemple, pour des RMBS, le respect des critères peut être validé au regard des diagnostics de performance énergétique.

Une double observation à ce propos : d'abord, les titres verts font l'objet de notes très hautes, parfois maximales, de la part des agences de notation et il ne semble pas avoir été établi qu'ils seraient intrinsèquement plus risqués que des titres « ordinaires » ; ensuite, ces opérations s'appuient sur les mécanismes de rehaussement de crédit traditionnels (surdimensionnement, compte de réserve, etc.), ce qui permet de protéger les investisseurs. Toutefois, les risques spécifiques ne sont pas à négliger, à l'exemple de celui de modification de la fiscalité aux États-Unis relativement au crédit d'impôt sur les installations photovoltaïques. En France, la loi de finances pour 2014 a supprimé le crédit d'impôt pour les installations solaires photovoltaïques, neuf ans après son introduction. Lorsque la fiscalité est un paramètre important de la création de l'actif, il convient de prendre en compte le risque de modification voire de suppression de l'avantage fiscal. On sait que les règles fiscales sont particulièrement instables. Les changements de normes environnementales ou des technologies ne sont pas non plus à éluder. Par ailleurs, les titrisations sociales consistant à financer des particuliers sur des critères sociaux ne doivent pas être un paravent pour relancer le marché des crédits *subprimes* car l'expérience de la crise de 2007 montre que les titrisations de crédits excessivement risqués, même en présence de techniques de rehaussement de crédit, sont dangereuses. En toute hypothèse, le niveau de risques supportés par les véhicules de titrisation durable devra être analysé et suivi par les autorités européennes et les agences de notation.

En somme, en l'état du droit de l'UE, le principe de la liberté contractuelle pourrait être mis au service de ce type d'opération, sous la vigilance des investisseurs institutionnels, qui sont capables de solliciter les informations requises. Le règlement sur la titrisation impose d'ailleurs déjà des obligations de diligence raisonnable, y compris sur les caractéristiques structurelles significatives[23] et sur toute la documentation sous-jacente essentielle à la compréhension de l'opération[24]. Un tel montage contractuel doit donc être associé à des obligations d'information afin d'assurer une bonne transparence auprès des parties prenantes, en particulier les investisseurs et les agences de notation.

III. Les informations relatives à la durabilité pour les produits de titrisation

La version initiale du règlement sur la titrisation prévoyait déjà des obligations d'information environnementale. En effet, en cas de titrisation pour laquelle les expositions sous-jacentes sont des prêts immobiliers résidentiels, des crédits ou des *leasing* automobiles, l'originator et le sponsor publient les informations disponibles concernant les performances environnementales des actifs financés par ce type de prêts[25].

Dans sa version modifiée par le règlement n° 2021/557, l'article 22 du règlement sur la titrisation, qui porte sur les « exigences de transparence » pour les titrisations STS, prévoit que l'originator peut, à partir du 1er juin 2021, décider de publier les informations disponibles relatives aux principales incidences négatives des actifs financés par des expositions sous-jacentes sur les facteurs de durabilité. Les facteurs de durabilité sont pris au sens de l'article 2, point 24), du règlement n° 2019/2088, à savoir les « questions environnementales, sociales et de personnel, le respect des droits de l'homme et la lutte contre la corruption et les actes de corruption ».

Un enjeu essentiel est que l'investisseur soit dûment informé des caractéristiques des

23 - Art. 5 du règlement n° 2017/2402 modifié.

24 - Art. 7, *Ibid*.

25 - Art. 22, § 4 du règlement n° 2017/2402 modifié.

actifs titrisés ou des projets financés au regard des critères ESG et qu'il n'investisse pas au contraire dans des opérations dangereuses ou nuisibles sur le plan écologique ou social. Le rapport met en avant qu'une meilleure disponibilité de données normalisées sur les principales incidences négatives des investissements de titrisation sur les facteurs ESG serait essentielle pour soutenir le passage du marché de la titrisation de l'UE vers la durabilité. Il est proposé que le règlement sur la titrisation soit modifié pour étendre les divulgations volontaires sur les facteurs de durabilité aux titrisations non STS[26]. Ainsi, alors que les données actuelles pour les titrisations non STS sont d'ordre financier, il s'agirait d'intégrer des informations extra-financières sur l'opération. Selon l'ABE, des informations obligatoires sur les principales incidences négatives devraient également être envisagées à moyen terme, une fois que le marché de la titrisation durable de l'UE aura davantage mûri et que plus d'expérience aura été acquise sur la mise en œuvre des informations relatives à la durabilité pour les titrisations.

Dans la mesure où il peut y avoir plus d'un originator dans une même opération[27], il convient de préciser quel(s) originator(s) doit/doivent assumer le rôle d'émetteur des informations. Une possibilité envisagée par l'ABE pourrait consister à s'aligner sur les exigences de rétention des risques applicables dans le contexte d'originators multiples. Selon cette approche, les exigences pourraient être remplies soit par chaque originator au prorata aux expositions titrisées, soit en totalité par un seul originator ou prêteur initial[28].

Pour aller plus loin sur l'adaptation de la titrisation à des objectifs de développement durable et leur sécurisation, nous pouvons proposer d'intégrer dans le montage une obligation d'audit. Il s'agit de désigner, avant d'offrir les titres à la souscription, une entreprise tierce, compétente et indépendante par rapport à l'originator, chargée d'examiner et de vérifier la composante écologique ou sociale de la titrisation, et de s'assurer que les informations divulguées sont exactes et que les obligations contractuelles liées aux « déclencheurs verts » sont bien respectées. Dans un rapport d'une agence de notation sociale sur une émission d'ABCP qu'il nous a été donné de consulter, les analystes ont précisé qu'un axe d'amélioration du projet pouvait consister à faire effectuer une vérification externe par un auditeur tiers, portant sur l'affectation effective des fonds collectés aux actifs verts « éligibles » et leur alignement avec les critères d'éligibilité. Cet auditeur externe pourrait intervenir pour réaliser un reporting d'impact, annuellement et jusqu'à la fin complète du programme de titrisation ou en cas de changement important.

Les réflexions sur le cadre juridique de la titrisation durable au niveau européen n'en sont encore qu'à leur début. Comme le prévoit le règlement sur la titrisation[29], la Commission européenne soumettra un rapport au Parlement européen et au Conseil sur la création éventuelle d'une législation spécifique pour les titrisations durables. La recommandation de l'ABE est en l'état de n'effectuer que quelques ajustements du cadre juridique actuel et de ne pas créer une nouvelle législation spécifique pour l'instant. Cette proposition parait sage et raisonnable, dans un contexte où l'inflation législative en droit financier, y compris en « droit de la titrisation », au niveau européen, pourrait être dénoncée en étant source de complexité et d'insécurité juridique, alors même que les opérateurs sont incités à créer des titrisations simples et sécurisées ! En l'absence de règles juridiques spécifiques pour les titrisations durables, le principe de liberté contractuelle conserve largement son empire et doit être mis au profit du respect

26 - Rapport, § 12.

27 - Tel est le cas des titrisations ABCP.

28 - Rapport, § 69.

29 - Art. 45 *bis*, § 3, règlement n° 2017/2402 modifié.

des intérêts financiers des investisseurs, mais aussi sociétaux. Le rapport s'inscrit dans les fameuses préconisations des Lettres persanes de Montesquieu : « Il est quelques fois nécessaire de changer certaines lois. Mais le cas est rare ; et lorsqu'il arrive, il n'y faut toucher que d'une main tremblante ». L'innovation juridique doit sans doute pour l'instant reposer, non pas sur de l'innovation législative ou réglementaire, mais sur de l'innovation contractuelle, en prévoyant des mécanismes clairs et sûrs d'intégration de la finance durable. Reste que, comme l'ABE le souhaite et le souligne, un suivi attentif du marché de la titrisation durable est nécessaire et pourrait amener à actualiser cette conclusion, compte tenu de l'évolution rapide des pratiques.

La modification des actions de préférence émises par une SAS

Didier Poracchia
Professeur à l'École de droit
de la Sorbonne (Paris 1)

La modification des droits attachés à une catégorie d'actions de préférence émises par une SAS pose un certain nombre de difficultés qu'un arrêt récent de la cour d'appel de Lyon met en lumière en y apportant des réponses tranchées qu'il convient de discuter. Deux principales questions se posent. Quelle est tout d'abord la nature de l'opération ? S'agit-il d'une modification de la catégorie en cause ou, puisque les droits attachés aux actions faisant naitre la catégorie sont modifiés, une conversion de ces actions de préférence en une autre catégorie ? Quel est ensuite le régime de cette opération, sachant qu'en SAS l'article L. 225-99 du Code de commerce ne s'applique pas[1] ? Par conséquent, que l'opération soit une modification où une conversion, aucune assemblée spéciale des actionnaires de la catégorie ne devrait, *a priori*, intervenir pour approuver l'opération afin qu'elle devienne définitive[2], sauf si les statuts le prévoient expressément. À défaut d'une telle stipulation, comment peut-on modifier les droits particuliers assortissant les actions de préférence émises par une SAS ?

C'est à ces questions délicates que répond la cour d'appel de Lyon dans une décision du 17 février 2022[3].

En l'espèce, la société SAS Cyclopolitain a émis des actions ordinaires et des actions de préférence « P » ouvrant droit à un dividende prioritaire fixé à un certain taux. Le 22 décembre 2015, deux assemblées générales se tiennent : (i) l'une à 10h45, qualifiée d'assemblée générale extraordinaire des titulaires d'actions « P », devant statuer sur une résolution proposant de modifier et de diminuer le montant du dividende prioritaire attaché à chaque action « P » ; (ii) l'autre à 11h, qualifiée d'assemblée générale extraordinaire des associés devant statuer sur la modification de l'article des statuts attribuant un dividende prioritaire aux actions « P » pour le diminuer. Ces résolutions sont adoptées lors de chacune de ces assemblées générales. À l'occasion de l'assemblée générale annuelle du 30 juin 2016, il est décidé d'appliquer le nouveau mode de calcul du dividende prioritaire des porteurs d'actions « P ». Certains porteurs d'actions « P » contestent alors la régularité du taux de rémunération des actions à dividende prioritaire, puis assignent la société en nullité des résolutions ayant modifié et diminué le dividende prioritaire attaché aux actions « P ». Le tribunal de commerce de Lyon, par un jugement du 12 septembre 2018, déclare nulles les résolutions modifiant les droits des actions « P » et modifiant les statuts de la société

1 - Cf. C. com., art. L. 227-1 al. 3, qui exclut l'application aux SAS (notamment) des articles L. 225-17 à L. 225-102-2.

2 - Cf. C. com., art. L. 228-19. Toutefois, cette assemblée qui réunit les porteurs d'actions de préférence n'aurait compétence que pour donner mission à l'un des commissaires aux comptes de la société, s'il en existe, d'établir un rapport spécial sur le respect par la société des droits particuliers attachés aux actions de préférence. Voir cependant *infra* note 33.

3 - CA Lyon, 3e ch., 17 février 2022, n° 18/07114, BJS mai 2022, n° BJS201a8, p. 29.

Cyclopolitain. Sur appel de la société Cyclopolitain, la cour d'appel de Lyon infirme la décision du tribunal de commerce et considère au contraire que les résolutions précitées ont été valablement adoptées.

Pour demander au juge de confirmer la décision du tribunal de commerce, les titulaires d'actions « P » faisaient valoir tout d'abord que l'assemblée extraordinaire des porteurs d'actions « P » qui s'était tenue avant l'assemblée générale extraordinaire regroupant la collectivité des actionnaires devait être annulée sur le fondement de l'article L. 227-9 al. 4 du Code de commerce, au motif que le seuil de majorité requis par les statuts n'avait pas été atteint. Ils estimaient que par voie de conséquence, l'assemblée générale extraordinaire ne pouvait avoir valablement adopté la résolution modifiant les statuts et diminuant les droits des actions P. Ils estimaient en outre, que si l'on devait considérer que cette assemblée extraordinaire des porteurs d'action « P », qui n'était pas prévue dans les statuts de la SAS, n'était que facultative et que sa nullité ne pouvait avoir d'effet sur l'assemblée extraordinaire subséquente, cette dernière assemblée devait tout de même être annulée car elle ne pouvait, sans l'accord individuel des porteurs d'actions « P », modifier leurs droits.

Ils estimaient également que les porteurs d'actions « P » ne pouvaient voter à cette assemblée générale extraordinaire puisque l'opération en cause était une conversion d'actions de préférence, ce qui entachait de plus fort la validité de cette assemblée[4] à laquelle avait pu participer et voter tous les associés[5]. Enfin, les titulaires d'actions « P » considéraient que toutes les assemblées extraordinaires précitées étaient nulles car les majoritaires avaient abusé de leur droit de vote.

De son côté la société Cyclopolitain considérait principalement que les statuts de la société réservaient à la seule l'assemblée générale extraordinaire le pouvoir de les modifier et donc de modifier les droits attachés aux actions « P ». Dès lors, peu importaient les éventuels vices ayant affecté l'assemblée générale extraordinaire des porteurs d'actions « P » puisque cette assemblée n'était pas requise pour modifier les droits attachés auxdites actions, l'article L. 225-99 du Code de commerce n'étant pas applicable aux SAS et les statuts de la société ne prévoyant pas la nécessité de réunir et de faire voter une telle assemblée pour modifier les droits attachés aux actions « P ».

La cour d'appel de Lyon retient cette deuxième analyse. Elle rappelle tout d'abord « qu'aucune disposition légale n'exige que le consentement des associés à la modification de leurs droits particuliers attachés à certaines actions soit recueilli individuellement » mais ajoute, cependant, « le seul impératif étant que cette modification ne résulte pas d'une décision unilatérale de la société ». Elle poursuit en précisant « qu'il appartient aux SAS d'organiser la forme de consultation des associés ainsi que les règles de majorité requises conformément au principe général posé à l'alinéa 1 de l'article L. 227-9 selon lequel les statuts déterminent les décisions qui doivent être prises par les associés dans les formes et conditions qu'ils prévoient. Or, au cas d'espèce, la modification des droits des associés porteurs d'actions « P » a fait l'objet d'une résolution soumise au vote de l'assemblée générale extraordinaire des associés ». La cour d'appel considère « en second lieu » que « l'article L. 228-15 alinéa 3 faisant interdiction aux titulaires d'actions devant être converties en actions de préférence de la catégorie à créer de prendre part au vote sur la création de cette catégorie, à peine de nullité de la délibération, n'est pas applicable en l'espèce, le vote soumis

4 - Art. L. 228-15 al. 2 : « Les titulaires d'actions de préférence de la catégorie à créer ne peuvent, à peine de nullité de la délibération, prendre part au vote sur la création de la catégorie et les actions qu'ils détiennent ne sont pas prises en compte pour le calcul du quorum et de la majorité, à moins que l'ensemble des actions ne fassent l'objet d'une conversion en actions de préférence ».

5 - Et qui avait été votée par certains titulaires d'actions P.

aux associés de la société Cyclopolitain portant non pas sur la création d'une action de préférence, mais sur la modification à la baisse des modalités de rémunération d'actions de préférence déjà existantes ». Ensuite, elle juge que l'assemblée générale extraordinaire des porteurs d'actions « P » « non prévue statutairement ni légalement doit s'analyser en une assemblée dont la tenue était facultative, aucune obligation n'étant faite à la société Cyclopolitain de réunir une telle assemblée dans le cadre d'une modification des droits attachés aux actions de préférence, l'article L. 227-1 alinéa 3 (sic) (lire l'article L. 225-99) qui prévoit que la décision d'une assemblée générale de modifier les droits relatifs à une catégorie d'actions n'est définitive qu'après l'approbation par l'assemblée spéciale réunissant les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée n'étant pas applicable aux SAS aux termes de l'article L. 227-1 alinéa 3 »… Dès lors, pour la cour d'appel, la nullité des décisions de cette assemblée[6] poursuivie par certains porteurs d'actions « P » « pour conclure «par voie de conséquence» à la nullité des résolutions votées par l'assemblée générale extraordinaire de 11h est inopérante en ce qu'elle n'est pas de nature à occulter le fait que la résolution portant sur la modification des actions «P» a été votée et acceptée par une assemblée générale extraordinaire, suivie de la modification subséquente de l'article 8-1 des statuts. En effet, lors de l'assemblée générale extraordinaire de 11h, la totalité des associés a été appelée à voter sur la modification de la rémunération des actions « P », cette résolution leur étant soumise dans des termes strictement identiques à celle présentée lors de l'assemblée tenue à 10h45 ; c'est également lors de cette assemblée qu'a été décidée la modification de l'article 8-1 des statuts afin d'y intégrer les nouvelles bases de rémunération des actions « P ». Ces résolutions ne souffrent d'aucune irrégularité comme ayant été prises par une assemblée habilitée à le faire par l'article 18-2 des statuts (« les assemblées générales extraordinaires sont celles appelées à décider ou à autoriser les modifications directes ou indirectes des statuts ») et à une majorité de 85,64 % soit bien supérieure à la majorité de 75 % requise statutairement ».

En outre, pour la cour d'appel de Lyon, aucun abus de majorité n'a vicié l'adoption des résolutions précitées[7].

Au final, selon la cour d'appel de Lyon, la décision modifiant les droits attachés aux actions « P » émises par la SAS Cyclopolitain ne pouvait s'analyser en une conversion d'actions de préférence en une autre catégorie d'actions de préférence ; elle ne supposait pas la réunion et le vote d'une assemblée spéciale des porteurs d'actions « P » autorisant l'organe compétent de la SAS à modifier la clause statutaire définissant les droits attachés à ces actions puisque selon la cour d'appel, ni la loi, ni les statuts ne prévoyaient l'autorisation d'un tel organe. Dès lors, la tenue d'une telle assemblée, facultative, ne pouvait avoir aucun impact sur la validité de la décision de l'assemblée générale extraordinaire compétente statutairement pour modifier les statuts et donc la clause statutaire définissant les droits particuliers des actions « P ». Enfin, le consentement des associés porteurs d'actions « P » n'avait pas à être recueilli individuellement pour procéder à la modification des droits des actions « P », la cour semblant considérer que si un tel « consentement » est nécessaire[8], il pourrait s'exprimer à travers la décision de l'assemblée générale extraordinaire, compétente en l'espèce pour modifier les statuts. Que penser de tout cela ? À la vérité, les questions abordées par la cour d'appel sont extrêmement délicates à traiter.

***

Concernant tout d'abord la qualification de

6 - Qu'au demeurant, elle refuse de prononcer.

7 - Nous ne reviendrons pas sur ce point.

8 - Puisque la cour affirme que la décision de la société de modifier les droits attachés à la catégorie ne peut être unilatérale.

l'opération. On rappellera qu'il s'agissait ici de diminuer les droits financiers des actions « P » et plus précisément de diminuer leur droit à un dividende prioritaire. Pour la cour d'appel, cette opération n'est qu'une modification de la catégorie actions « P » et non une conversion des actions « P » en une autre catégorie car il ne s'agissait pas de créer une nouvelle catégorie d'actions de préférence mais simplement de modifier une catégorie existante.

Si l'affirmation de la cour d'appel peut se comprendre, elle peut cependant se discuter pour plusieurs raisons. Ainsi les dispositions relatives aux actions de préférence n'envisagent pas expressément l'opération de modification des caractéristiques d'une catégorie d'actions de préférence. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la Chancellerie avait considéré, en 2012, qu'une telle opération ne pouvait s'analyser qu'en une conversion des actions de préférence de la catégorie en actions de préférence d'une autre catégorie[9]. Pour la Chancellerie, « il résulte des articles L. 228-11 et L. 228-15 du Code de commerce que les actions de préférence sont regroupées au sein de catégories en fonction des « droits particuliers » qui y sont attachés. Le Code de commerce ne contient aucune disposition relative à la modification de ces « droits particuliers ». Il envisage cependant expressément l'hypothèse de la conversion d'actions de préférence d'une catégorie en actions de préférence d'une autre catégorie. En effet, aux termes de l'article L. 228-14 : les actions de préférence peuvent être converties en actions ordinaires ou en actions de préférence d'une autre catégorie. Ainsi, toute modification des « droits particuliers » attachés aux actions d'une catégorie doit s'analyser en une conversion de ces actions en actions d'une autre catégorie ». On remarquera cependant que la revue des dispositions fondant la position de la Chancellerie n'est pas complète puisque l'article L. 225-99 du Code de commerce précise, pour les sociétés anonymes et les sociétés en commandites par actions : « les assemblées spéciales réunissent les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée. La décision d'une assemblée générale de modifier les droits relatifs à une catégorie n'est définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des actionnaires de cette catégorie ». La disposition précitée semble donc maintenir la catégorie en cause malgré la modification des droits relatifs à la catégorie. Il y aurait donc bien une distinction à effectuer entre la modification d'une catégorie d'actions de préférence par modification des droits de la catégorie et la création d'une nouvelle catégorie d'actions de préférence par conversion d'une catégorie d'actions de préférence existante[10]. En outre, on peut se demander si le fait que les dispositions sur les actions de préférence ne visent pas expressément la possibilité de modifier une catégorie d'actions de préférence interdit une telle opération. En première analyse, on ne voit pas pour quelle raison impérative il serait interdit à la société ayant émis la catégorie de la modifier, sans préjudice de la question de savoir si les actionnaires portant les titres de la catégorie devraient autoriser une telle modification lorsque l'article L. 225-99 du Code de commerce ne s'applique pas à l'opération, comme c'est le cas pour les SAS.

Reste alors à faire le départ entre la modification de la catégorie et la conversion[11] de la catégorie en une nouvelle catégorie d'actions de préférence. Dans les deux

9 - Bull CNCC n° 166, § 35, p. 302.

10 - Nous ne reviendrons pas sur toutes les hypothèses de conversion des actions de préférence qui ne sont pas épuisées par la conversion d'une catégorie d'actions de préférence en une autre catégorie. En outre, les propos suivants s'appliquent dans les situations où la conversion n'est pas dès l'origine organisée par les statuts. De la même manière n'est pas envisagée la situation où les droits particuliers de la catégorie sont stipulés évolutifs à terme ou en raison de la réalisation de certaines conditions.

11 - Sur la conversion des actions et plus largement des titres, v. A. Thobie, *La conversion des titres*, préf. R. Mortier, Institut Louis Joint, coll. Thèses, n° 198, Diff. Lextenso/LGDJ, 2020.

situations en effet, l'action va être modifiée[12]. Et c'est la deuxième raison pour laquelle on peut douter de l'autonomie du concept de modification par rapport à celui de conversion. Plus précisément, au résultat de la modification ou de la conversion, les droits particuliers assortissant l'action seront différents de ceux que portait l'action de préférence avant ladite opération et qui caractérisaient la catégorie. Dès lors, n'a-t-on pas nécessairement créé une nouvelle catégorie d'actions différente de l'ancienne puisque l'existence et l'identification d'une catégorie de titres financiers constitutifs d'une valeur mobilière dépend de l'identité des droits portés par les titres qui la constituent ? Si cette analyse est retenue, il importe peu que la nouvelle catégorie soit nommée sous la même appellation que l'ancienne, le terme désignant la nouvelle catégorie n'étant alors qu'un homonyme de celui désignant l'ancienne catégorie ayant cessé d'exister en raison de la modification des droits qui formaient son identité.

Cela étant, cette vision, qui exclurait la possibilité de modifier une catégorie d'actions de préférence, est peut-être trop extrême. En effet, la loi ne pose pas en réalité l'intangibilité de toute catégorie de valeurs mobilières. Au contraire, elle permet, spécialement en cas d'émission de valeurs mobilières complexes, de modifier ladite valeur et le contrat d'émission sans créer une nouvelle valeur mobilière ou une nouvelle catégorie de valeur mobilière[13]. Dès lors, et même s'il faut certainement admettre que l'opération de conversion d'actions en actions de préférence d'une autre catégorie n'entraine pas extinction des titres anciens et création de nouveaux titres, mais simplement transformation des titres anciens[14] et création d'une nouvelle catégorie[15], il paraît possible d'admettre l'hypothèse de la modification d'une catégorie d'actions de préférence sans recourir à leur conversion.

La distinction des opérations de modification[16] ou de conversion d'une catégorie d'actions de préférence en une autre catégorie pourrait alors reposer seulement sur l'expression de la volonté de la société. Deux hypothèses sont alors envisageables. On pourrait imaginer tout d'abord qu'il soit permis à la société de choisir librement entre la modification et la conversion d'une catégorie d'actions de préférence. Les deux opérations procéderaient d'une modification des droits attachés aux actions de préférence, mais, dans le premier cas, la société pourrait décider de conserver la catégorie initiale créée qui ne serait donc que modifiée alors que dans le second, elle choisirait de convertir la catégorie en une nouvelle catégorie d'actions de préférence. À notre avis, ce pouvoir de qualification offert à la société devrait être écarté, car il ouvrirait largement la voie au contournement des dispositions impératives prévues aux articles L. 228-12 et L. 228-15. En effet, si la modification par la société d'une catégorie d'actions de préférence n'est pas une conversion, elle se traduira par une modification statutaire qui pourra être adoptée sans avoir à respecter les dispositions précitées qui ne sont applicables

12 - V. not. A. Thobie, préc., n° 25, qui considère d'ailleurs que la conversion engloberait les hypothèses de modification. V. égal. H. Le Nabasque, *À propos de la conversion d'actions en actions d'une autre catégorie*, Bull. Joly, mai 2018, p. 302, n° 118n9, précisant que l'opération de conversion devrait (n° 25) s'analyser comme « une opération qui emporte la « transformation » des actions converties en actions d'une autre catégorie, par simple modification des droits qui étaient attachés aux actions converties » (n° 2).

13 - Cf. not. C. com., art. L. 228-103 et art. L. 228-99. Sauf à considérer que malgré les mots employés par la loi, il s'agit d'hypothèses de conversion…

14 - Et éventuellement de nouveaux titres de la même catégorie ou la suppression de certains d'entre eux, cf. C. com., art. L. 228-12 et L. 228-14.

15 - En ce sens H. Le Nabasque, préc. ; A. Thobie, préc., n° 150 et s., p. 162 et s. ; *Contra* R. Mortier, *La conversion d'actions… en actions*, Mélanges M. Germain, 2015, p. 581 et s., qui considère que l'opération de conversion réalise une extinction des titres anciens et création de titres nouveaux subrogés aux titres éteints. Si cette analyse était admise, la distinction entre la modification et la conversion pourrait s'entendre plus aisément, sauf à considérer à rebours que toute modification d'une catégorie d'actions de préférence conduit en réalité à éteindre la catégorie (puisque aucun titre ne porte les droits de la catégorie), mais aussi les titres en cause (qui avaient été créés avec les seuls droits en cause) et à faire naitre une nouvelle catégorie avec de nouveaux titres qui leur seraient subrogés…

16 - Si l'on admet que toute opération de modification décidée par la société après l'émission de la catégorie d'actions de préférence n'est pas une conversion.

qu'en cas de conversion. Sans revenir sur ces dernières, on notera spécialement que les titulaires d'actions de préférence devant être modifiées pourraient prendre part à la délibération[17] devant statuer sur cette modification et la voter. Ils pourraient donc décider seuls de s'avantager au détriment des autres actionnaires, sous réserve de ne pas prendre une décision contraire à l'intérêt de la société. Or, c'est précisément pour éviter cette situation que l'article L. 228-15 alinéa 2 dispose que les titulaires d'actions devant être converties en actions de préférence de la catégorie à créer ne peuvent, à peine de nullité de la délibération, prendre part au vote sur la création de cette catégorie et les actions qu'ils détiennent ne sont pas prises en compte pour le calcul du quorum et de la majorité (…). Dès lors, on est enclin à considérer qu'une modification décidée par la société des droits attachés à une catégorie d'actions de préférence ne pourrait être qu'une conversion desdites actions en une autre catégorie d'actions de préférence[18].

Dès lors, et c'est la seconde hypothèse, si la décision de modifier les droits particuliers des actions formant une catégorie d'actions de préférence s'analyse en une conversion, la modification d'une catégorie d'actions de préférence ne peut correspondre qu'à la situation dans laquelle les droits portés par cette catégorie ne sont modifiés qu'en conséquence de la création d'une nouvelle catégorie ou de la conversion d'une catégorie d'actions de préférence existante en une autre catégorie[19]. Cette analyse restrictive de la modification d'une catégorie d'actions de préférence diminue largement le risque de contournement de l'article L. 228-15 al. 2 du Code de commerce[20], puisque les porteurs des actions de préférence dont les droits sont modifiés ne sont plus en mesure de décider d'une opération qui leur bénéficie directement. Au final, si la décision de la cour d'appel de Lyon sur la qualification de l'opération peut se comprendre, nous sommes d'avis que, pour les raisons précédemment indiquées, la décision sociétaire modifiant les droits attachés aux actions de préférence d'une catégorie particulière aurait pu, sinon dû, s'analyser comme une conversion de ces actions aboutissant à créer une nouvelle catégorie d'actions de préférence.

***

Quoi qu'il en soit, en l'espèce, la décision de modification des droits particuliers des actions de préférence de catégorie « P » décidée par la SAS Cyclopolitain avait diminué lesdits droits. Dès lors, que l'opération soit qualifiée de conversion ou de modification, la question se pose de savoir si cette opération pouvait procéder de la seule société ou si l'accord des porteurs de ces titres était nécessaire. En droit de la SA et des SCA, un tel accord collectif des actionnaires de la catégorie aurait été requis en application de l'article L. 225-99 du Code de commerce, l'opération ne devenant définitive qu'après l'approbation par l'assemblée générale spéciale des porteurs

17 - Nous ne reviendrons pas sur la question de savoir si, par application du droit commun (C. civ., art. 1836 al. 1), la compétence de collectivité des associés pour modifier les statuts s'impose même en SAS ou si, en dehors des situations expressément réservées par le droit de la SAS ou par le droit spécial qui peut lui être applicable, les statuts sont libres de déterminer l'organe compétent pour modifier les statuts. On notera que si l'on devait admettre que la collectivité des associés n'est compétente que dans les domaines réservés par l'alinéa 2 de l'article L. 227-9 du Code de commerce, le pouvoir de procéder à la conversion d'actions de préférence en une autre catégorie ou de modifier une catégorie d'actions de préférence pourrait appartenir à un autre organe lorsque ces opérations n'entrainent aucune modification du capital.

18 - En ce sens A. Thobie, préc., n° 267

19 - Et sous réserve de l'accord de l'assemblée spéciales des porteurs des actions de préférence devant être modifiés par l'opération, du moins lorsque l'article L. 225-99 du Code de commerce est applicable.

20 - Sans l'éradiquer totalement puisqu'on pourrait imaginer une opération de conversion d'actions de préférence existantes décidée par les majoritaires non porteurs de ces actions mais porteurs d'une autre catégorie d'actions de préférence qui, par l'effet de l'opération, verraient leurs prérogatives modifiées à la hausse. On pourrait cependant arguer dans un tel cas, outre l'exercice abusif de leur de vote, que cette opération, initiée par les majoritaires, est une fraude à la loi dès lors qu'il serait démontré que le but de l'opération a été d'augmenter les droits portés par leurs titres, sans passer par la procédure de conversion.

de la catégorie dont les droits sont modifiés[21]. Mais nous avons vu qu'en SAS, cette disposition n'est pas applicable en raison de son exclusion expresse par l'article L. 227-1 du Code de commerce. Dès lors, à défaut d'avoir été expressément prévu par les statuts, fallait-il recueillir l'accord des porteurs et, si oui, comment ? L'ANSA, interrogée sur la procédure à suivre pour modifier les droits des porteurs d'une catégorie d'actions et, plus précisément, comme dans l'espèce soumise à la cour d'appel de Lyon, pour diminuer le quantum de dividendes attribué aux actions de la catégorie, a considéré, à la majorité, « que dans les SAS, seuls les statuts peuvent, en application de l'article L. 227-9, donner compétence à une assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence. En l'absence d'une telle clause statutaire, il n'est pas possible de donner pouvoir à une telle AG spéciale d'autoriser la modification des droits particuliers sur une base conventionnelle. L'article L. 228-19 est certes applicable, mais ce texte a uniquement pour objet d'autoriser les porteurs d'actions de préférence de se constituer en assemblée spéciale pour donner mission au CAC d'établir un rapport sur le respect de leurs droits. Cette disposition ne confère aucun pouvoir autre à cette assemblée spéciale et en conséquence, pas celui d'autoriser la modification des droits particuliers (des AP). Dans ce cas, la décision de modifier les droits particuliers des actions de préférence correspond à une modification des statuts et peut être prise dans les conditions fixées par ceux-ci en application de l'article L. 227-9. En cas de préjudice et, le cas échéant, sur la base du rapport du CAC précité, les porteurs d'actions de préférence pourront intenter un recours dans les conditions de droit commun (abus de droit) »[22]. En d'autres termes, pour l'ANSA, en SAS, seuls les statuts fixeraient les conditions dans lesquelles on peut modifier les droits portés par les actions de préférence d'une catégorie inscrits dans les statuts[23]. Et, à défaut de précision contraire, seul l'organe statutairement désigné pour modifier les statuts aurait compétence pour procéder à cette modification.

Au regard du droit positif et des dispositions précitées, cette position nous semble fondée, sauf à se demander tout de même si cette opération, s'il s'agit en réalité d'une conversion[24], ne devrait pas relever *in fine* de la compétence de la collectivité des associés. Certes, l'article L. 227-9 alinéa 2 ne vise pas cette situation[25]. Mais les dispositions légales applicables à la conversion d'actions de préférence figurent dans un chapitre VIII du titre II du livre II du Code de commerce dédié aux « valeurs mobilières émises par les sociétés par actions ». Elles sont donc en principe applicables dans toutes les situations où des valeurs mobilières et, partant, des actions de préférence, sont émises, sauf s'il y est dérogé par une disposition spéciale. Or, selon l'article L. 228-12, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule compétente pour décider de l'émission et de la conversion des actions de préférence[26]. Dès lors, il n'est pas certain que cette disposition impérative puisse être écartée par une clause des statuts d'une SAS qui donnerait compétence à un

21 - Tant que l'assemblée spéciale n'a pas autorisé l'opération, celle-ci n'étant pas définitive, il manque un élément pour sa perfection. L'opération ne peut avoir, selon nous, aucun effet et demeure suspendue.

22 - ANSA, avis n° 19-029, 9 mai 2019, Dr. société 2019, comm. 151, obs. J.-F. Hamelin.

23 - La situation serait différente si la modification ou la conversion des actions de la catégorie conduisait à modifier les clauses statutaires relatives à l'inaliénabilité, l'agrément, l'exclusion… (cf. C. com., art. L. 227-19) ou encore à augmenter ou à diminuer le capital social (cf. C. com., art. L. 227-9 al. 2) puisque dans ces situations, la décision de modification ou de conversion appartiendra à la collectivité des associés statuant dans les conditions prévues par la loi ou les statuts. En ces matières, les statuts devraient pouvoir prévoir que la collectivité des associés ne peut décider une telle opération que si l'assemblée spéciale des porteurs de la catégorie des actions de préférence à modifier ou à convertir l'a accepté, puisque cette stipulation statutaire devrait seulement constituer une condition statutaire à l'exercice des prérogatives octroyées par la loi à la collectivité des associés.

24 - V. *supra.*

25 - Indirectement, il vise les conversions décidées par la société conduisant à une augmentation ou une diminution du capital social.

26 - Pour ce qui concerne la conversion, sous réserve qu'elle ne soit pas prévue par les statuts qui en fixent les modalités.

autre organe pour réaliser, à tout le moins, les opérations de conversion n'entrainant aucune modification du capital social. En dehors de la compétence réservée par l'alinéa 2 de l'article L. 227-9 à la collectivité des associés, l'alinéa 1er, permettant aux statuts de déterminer librement les décisions qui doivent être prises collectivement par les associés dans les formes et conditions qu'ils prévoient, peut-il encore s'appliquer lorsque les dispositions spéciales concernant le titre émis par cette société sont impératives, y compris quant à l'organe ayant compétence pour réaliser certaines opérations sur ce titre ? En effet, les deux droits applicables potentiellement sont spéciaux, l'un consacré à la SAS, l'autre aux valeurs mobilières et aux actions quel que soit leur émetteur…

Dans notre espèce cependant, la question ne se posait pas puisque, comme cela est le plus souvent le cas, les statuts réservaient à la collectivité des associés la compétence pour modifier les statuts et donc pour modifier ou convertir les actions de préférence de catégorie « P »[27]. Par conséquent, et si l'on suit l'avis de l'ANSA, la société pouvait décider unilatéralement par une décision sociétaire adoptée par l'organe « collectivité des associés » dans les conditions prévues par les statuts, de modifier les actions de préférence de la catégorie et diminuer leur vocation aux bénéfices. Au demeurant, cette analyse peut s'appuyer sur plusieurs jurisprudences. Ainsi, les juges ont-ils admis qu'une société civile, pouvait, par décision collective des associés, modifier les statuts et modifier en conséquence la vocation aux bénéfices de chaque associé unilatéralement[28].

Partant, on pourrait admettre, dans la même logique, que les modifications statutaires conduisant à la modification/conversion des actions de préférence émises par une SAS puissent résulter d'un acte unilatéral de la société pris par l'organe compétent (ici la « collectivité des associés »), sans que les porteurs de titres n'aient à l'autoriser ni collectivement, ni individuellement, faute de stipulation statutaire en ce sens[29]. Au demeurant, en acceptant d'entrer dans une SAS de ce type, les associés n'ont-ils pas finalement accepté cette situation[30] ?

Si l'on adopte cette analyse institutionnelle, le seul cas dans lequel le consentement individuel des porteurs d'actions « P » serait nécessairement requis est celui dans lequel la modification/conversion des « droits » portés par leurs actions conduirait à augmenter leurs engagements.

***

Cependant, telle ne semble pas l'analyse adoptée par la cour d'appel de Lyon. Elle précise « qu'aucune disposition légale n'exige que le consentement des associés à la modification de leurs droits particuliers attachés à certaines actions soit recueilli individuellement, le seul impératif étant que cette modification ne résulte pas d'une décision unilatérale de la société ». Pour la cour d'appel de Lyon, il faut donc que les porteurs d'actions de préférence à modifier acceptent cette modification. Mais ils n'ont pas à y consentir individuellement. Deux questions se posent alors. Pourquoi les porteurs d'actions de préférence devraient-ils accepter les modifications de leurs droits ?

27 - Elle ne se posait pas non plus puisque, pour la cour d'appel, l'opération était une modification et non une conversion des actions de la catégorie P.

28 - V. Cass. com., 18 décembre 2012, n° 11-27.745, D. 2013. Pan. 2736, obs. A. Rabreau ; Rev. sociétés 2013. 203, note H. Le Nabasque ; JCP E 2013. 1066, note H. Hovasse ; *ibid.* 1702, n° 3, obs. Fl. Deboissy et G. Wicker; BJS 2013, p. 176, note D. Poracchia et J. Gasbaoui ; Cass. 3e civ., 18 avril 2019, n° 18-11.881, RJDA 7/19, n° 502. Mais cette décision peut constituer un abus de majorité, v. par ex. Cass. 1re civ., 19 mai 2021, n° 18-18.896.

29 - V. Houpin et Bosvieux, *Traité général des sociétés civiles et commerciales*, Sirey, 1935, p. 483 et s. ; v. égal. J. Escarra, E. Escarra, J. Rault, *Traité théorique et pratique de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 3, Sirey, 1955, p. 117 et s., sur le débat relatif au pouvoir unilatéral de l'assemblée générale extraordinaire en SA de diminuer les droits des actions ordinaires (la modification des droits d'une catégorie devait, en application de l'article 34 du Code de commerce, être autorisée par l'assemblée spéciale des porteurs des actions de la catégorie en cause) et la possibilité pour cette assemblée de diviser des actions en plusieurs catégories portant des droits identiques et de rompre ainsi l'égalité entre actionnaires.

30 - Il n'y a aucun paradoxe dans le fait d'admettre une large liberté statutaire dans la SAS et la possibilité pour les associés exerçant cette liberté de renforcer statutairement son caractère institutionnel et, donc, le pouvoir unilatéral de cette société. Il s'agit ici d'un choix fait par les associés.

Quelles sont les modalités de réception de leur consentement lorsque les statuts de la SAS ne prévoient ni l'accord des porteurs réunis en assemblée spéciale, ni de recueillir individuellement leur accord ?

La raison pour laquelle de nombreux auteurs considèrent que, pour modifier ou convertir des actions de préférence, il faut que les porteurs de ces titres y consentent, tient dans le fait que ces opérations modifient le contrat d'émission et plus spécialement ici le contrat d'apport ayant conduit à l'attribution de ces titres[31]. Il ne serait donc pas concevable que la société puisse modifier unilatéralement ce contrat d'apport particulier en diminuant unilatéralement les droits reconnus à l'associé et, par exemple, vienne supprimer unilatéralement le droit de vote attaché à ces titres[32]. Finalement, il s'agirait d'admettre qu'au-delà de l'augmentation des engagements des associés, la liberté statutaire promue par le droit de la SAS ne permettrait pas, en dehors des situations expressément prévues par ce droit, de conférer un pouvoir de modification de ses statuts à la seule société lorsqu'il s'agit de modifier les droits conférés par cette dernière à certains associés ou attribués aux actions de préférence qu'elle a créées. Pour autant, on peut se demander si la liberté statutaire ne devrait pas au contraire laisser aux associés la liberté de renforcer le caractère institutionnel de la société et leur permettre en conséquence d'exploiter au maximum cette liberté organisationnelle en conférant, dans la limite fixée par la loi, un large pouvoir de modification unilatéral des statuts à un organe statutaire et le plus souvent à la collectivité des associés. Après tout, et comme nous l'avons déjà noté, les associés entrant dans une telle société acceptent un tel pouvoir, sous la seule réserve de l'exercice abusif de ce pouvoir par leur détenteur, le plus souvent les majoritaires qui l'exerceraient sans égard pour l'intérêt de la société et dans leur intérêt égoïste.

Quoi qu'il en soit, si l'on admet qu'en SAS la modification/conversion d'une catégorie d'actions de préférence en une autre catégorie ne peut pas résulter de la seule modification des statuts décidée par la société et requiert que les actionnaires de la catégorie l'acceptent, la deuxième question est de savoir comment recueillir cet accord à défaut de stipulation statutaire en ce sens. Pour la cour d'appel de Lyon, à défaut de stipulation particulière, il n'est pas nécessaire de recueillir le consentement individuel des associés concernés puisque la loi ne le prévoit pas. Il n'est pas non plus nécessaire, à défaut de stipulation statutaire, d'organiser une assemblée spéciale des porteurs des actions de la catégorie à convertir. Dès lors, pour la cour d'appel de Lyon, les vices ayant pu affecter la décision résultant d'une réunion « spontanée » d'une telle assemblée spéciale ne peuvent avoir aucune influence sur la décision de l'assemblée générale des actionnaires qui était statutairement compétente pour modifier les statuts et partant, pour modifier les droits portés par les actions de la catégorie à convertir/modifier.

En d'autres termes, à défaut de disposition légale en ce sens, si les statuts de la SAS ne prévoient pas l'existence d'un organe particulier, ici, l'assemblée spéciale, celui-

31 - V. not. M. Buchberger, *Le contrat d'apport, Essai sur la relation entre la société et son associé*, éd. Panthéon Assas, 2011, n° 452, p. 376 ; v. égal. en ce sens D. Deschamp et S. Sylvestre, *La procédure de création des actions de préférence*, BJS 2006, p. 1234, n° 40 ; A. Couret et H. Le Nabasque et alii, *Droit financier*, 3e éd. Dalloz, 2012, n° 472 ; R. Mortier, *Réformer la SAS, Actes pratiques et ingénierie sociétaire*, 2019, n° 165, idée nouvelle n° 3 ; T. Allain et E. Guégan, *SAS : Identifier et surmonter les difficultés pratiques, La compétence des associés, Actes pratiques et ingénierie sociétaire*, 2020, n° 170, p. 11 et s. Rapp. égal., L. Godon, *La société par actions simplifiée*, LGDJ, 2014, p. 139. Plus nuancé, M. Germain et P.-L. Perin, *SAS, La société par actions simplifiée*, 6e éd., éd Joly, 2016, p. 288. La justification pourrait également être trouvée dans la théorie des droits propres de l'associé, V. not. J. Hémard, F. Terré, P. Mabilat, *Sociétés commerciales*, t. II, Daloz, 1974, p. 312 et s.

32 - Concernant la suppression du droit de vote attaché au titre qu'il s'agirait de modifier ou de convertir, la théorie des droits propres de l'associé postule également de recueillir son consentement à cette modification.

ci n'existe pas en tant qu'organe sociétaire[33]. Ses décisions n'entrent pas dans le processus de formation interne de la décision sociétaire. Partant, la nullité d'une telle assemblée ne peut affecter la validité des décisions prises par les organes sociétaires conformément aux statuts de la SAS.

L'analyse est cohérente au regard du droit de la SAS. Elle interroge cependant si l'on considère qu'il convient de s'assurer que la décision de modification des droits de la catégorie d'actions de préférence n'est pas unilatérale et qu'elle a été acceptée par les porteurs. Si l'on peut comprendre que cette acceptation ne soit pas individuelle pour éviter tout blocage dans le processus de transformation de la catégorie[34] et qu'elle puisse résulter d'un acte collectif[35], ce dernier ne devrait-il pas être celui des seuls porteurs d'actions de préférence, unis à raison des droits portés par les actions de préférence au sein d'une communauté d'intérêts distincte de celle liant tous les associés ? À défaut, en effet, il paraît délicat de faire ressortir l'accord, même collectif, des porteurs d'actions de préférence de la catégorie à modifier[36].

À défaut d'assemblée spéciale, pourrait-il utilement s'exprimer lors de la décision collective des associés modifiant les statuts ? Dans une telle situation, ce n'est pas la seule collectivité des porteurs d'actions de préférence à modifier qui s'exprime. Comment, dès lors, admettre que le vote de la résolution modifiant les statuts exprime tout à la fois le consentement sociétaire, mais aussi l'accord des actionnaires portant les actions de préférence de la catégorie P, ainsi que celui des autres associés ? Cela est concevable, si l'on admet que telle a été la volonté exprimée par les associés de la SAS dans les statuts ayant donné compétence à la collectivité des associés pour les modifier et, partant, modifier éventuellement leurs

33 - Rapp. Cass. com., 25 janvier 2017, n° 14-28.792, BJS 2017, p. 170, note M. Germain et P-L. Périn ; Rev. sociétés 2017, p. 631, note L. Godon ; Dr. sociétés 2017, comm. 60, note J. Heinich. On peut tout de même se demander si, en l'espèce, la convocation et la réunion de l'assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence « P » en vue d'accepter la modification des droits portés par ces actions n'avait pas un fondement légal. En effet, l'article R. 228-16 du Code de commerce prévoit que « l'assemblée spéciale, statuant dans les conditions prévues à l'article L. 225-99 sur les questions qui lui sont soumises pour approbation et composée des titulaires d'actions de préférence intéressés, est convoquée dans les mêmes formes et se tient au plus tard le jour de l'assemblée générale ». Cette disposition dédiée au rôle de l'assemblée spéciale des porteurs d'actions de préférence est d'interprétation délicate. La loi ne vise cette assemblée spéciale qu'à l'article L. 228-19 puisque l'article L. 228-17 vise quant à lui l'assemblée spéciale de l'article L. 225-99 du Code de commerce. Peut-on dès lors admettre que l'article R. 228-16 soit une disposition ouvrant plus largement compétence à l'assemblée spéciale pour autoriser les modifications ou les conversions d'actions de préférences décidées par la société ? On pourrait l'admettre si l'on devait considérer que les associés de SAS portant des actions de préférence de la catégorie à modifier ou convertir, doivent l'accepter (rapp. H. Le Nabasque, préc., n° 7, p. 303). À tout le moins, on pourrait considérer que lorsque la société fait le choix, comme en l'espèce, de soumettre à cette assemblée spéciale des questions pour approbation, celle-ci a bien compétence et a le pouvoir d'approuver les éléments soumis à son examen. Dès lors, si elle n'approuve pas l'opération qui lui est soumise, on pourrait considérer, dans la mesure où elle doit statuer dans les conditions posées par l'article L. 225-99 du Code de commerce, que son défaut d'approbation produit le même effet que le défaut d'approbation de l'assemblée spéciale de l'article L. 225-99 et donc que l'opération soumise à son approbation n'est pas définitive et demeure, à notre avis, suspendue. Reste alors la question de l'impact du non-respect des conditions de l'article L. 225-99 du Code de commerce à l'occasion de cette assemblée spéciale. Ces conditions étant celles de l'article L. 225-99, leur violation entraine certainement la nullité de la décision prise par l'assemblée spéciale visée à l'article R. 228-16 (cf. C. com., art. L. 225-121. Si l'on devait considérer que ce texte ne peut s'appliquer ici en raison de l'article L. 227-1, la décision de l'assemblée spéciale resterait annulable puisque les conditions de tenue de cette assemblée resteraient selon nous impératives, leur violation pouvant être sanctionnée directement sur le fondement de l'article L. 235-1 al. 2 du Code de commerce). Mais cette nullité ne devrait pas avoir d'impact sur la décision prise par l'organe compétent de la SAS pour modifier les statuts et donc pour procéder à la modification ou la conversion des actions de préférence si l'on considère que la tenue de cette assemblée est seulement facultative. On pourrait toutefois se demander si la SAS ayant fait le choix de consulter pour approbation l'assemblée spéciale, la nullité de la décision de cette assemblée spéciale ne pourrait être analysée comme un défaut d'approbation de l'opération et en bloquer la réalisation définitive.

34 - En outre, la loi ne prévoit expressément que de recueillir le consentement individuel des associés dont on augmente les engagements.

35 - V. G. Roujou de Boubée, *Essai sur l'acte juridique collectif*, th. Toulouse, 1961. L'acte juridique collectif avait été défini par l'avant-projet Catala comme « la décision prise collégialement par les membres d'une collectivité ».

36 - D'ailleurs, la cour d'appel de Lyon, après avoir affirmé le caractère facultatif de cette assemblée spéciale et l'absence d'obligation pour la société Cyclopolitain d'organiser cette consultation, considère tout de même qu'« en fait, au travers de cette assemblée facultative, la société Cyclopolitain a recueilli le consentement des associés porteurs des actions « P » dans un contexte leur permettant de s'exprimer librement, les associés titulaires des actions « P » n'y participant pas ». Pour autant, la cour d'appel ne tire aucune conséquence de la violation des règles relatives à la tenue de cette assemblée sur la validité de la décision modifiant les statuts et partant modifiant les droits des actions « P » au motif, semble-t-il, qu'aucune disposition légale ne permet d'annuler une telle assemblée, qui plus est facultative (sur cette question, v. *supra* note 33). L'exigence d'un consentement des porteurs d'actions « P » n'apparaît alors que purement formelle.

droits particuliers[37]. En procédant ainsi, ils auraient accepté que cet acte collectif pris à la majorité exprime l'intérêt commun partagé par tous les membres de ces catégories et puisse modifier leurs droits particuliers[38]. Quel pourrait être cet intérêt commun transcendant les catégories ? Il ne peut être que l'intérêt de la société. On comprend alors qu'une telle décision sociétaire devrait être particulièrement exposée au contrôle de l'abus[39].

***

Si l'on admet cette analyse, une dernière question doit être abordée. L'article L. 228-15 du Code de commerce interdit au titulaire d'actions à convertir en actions de préférence de prendre part au vote sur la création de la catégorie. Dès lors, comment peut-il s'exprimer lors de la décision de la collectivité des associés modifiant les statuts de la SAS pour créer cette nouvelle catégorie d'actions de préférence ? À notre avis, il convient de séquencer l'opération. La collectivité des associés sera réunie pour voter une modification statutaire dont l'objet sera de prévoir les caractéristiques de la nouvelle catégorie à créer, dont les actions pourront porter plus ou moins de droit que les actions à convertir. Le ou les associés dont les titres doivent être modifiés/convertis pourront participer à cette décision collective modifiant les statuts, et exprimer collectivement leur « accord » puisque cette décision ne procède à aucune conversion et ne crée pas la catégorie. Ensuite l'assemblée décidera de la conversion elle-même et de la création de la catégorie. À cette occasion, les associés dont les actions seront converties ne pourront pas participer à la décision de conversion.

***

On l'aura compris, pour éviter toutes ces difficultés et si l'on souhaite protéger les droits particuliers attachés aux actions de préférence émises par la SAS, il convient de prévoir dans les statuts les mécanismes permettant de recueillir l'accord des porteurs d'actions de préférence à convertir ou à modifier, accord devant faire partie des conditions statutaires pour que la collectivité des associés puisse modifier les statuts sur ces points. De la sorte, à défaut d'accord (individuel ou collectif) des porteurs d'actions de préférence à modifier, on devrait pouvoir faire prononcer la nullité de la décision collective des associés modifiant les statuts sur le fondement de l'article L. 227-9 alinéa 4[40] et, de la sorte, assurer aux porteurs d'actions de préférence devant être modifiées une meilleure protection de leurs droits particuliers.

37 - Rapp. E Schlumberger, *Les contrats préparatoires à l'acquisition de droits sociaux*, Dalloz, 2013, p. 593 et s.

38 - Dans ce cas particulier, la délibération sociétaire ressemblerait plus à un contrat collectif, v. F. Terré, Ph Simler, Y. Lequette, F. Chénedé, *Droit civil, Les obligations*, 12e éd., Dalloz, 2019, p. 106.

39 - En l'espèce, le juge refuse de considérer que la modification des actions « P » est constitutive d'un abus de majorité comme étant destiné à augmenter la rémunération des fondateurs et de la société SDGL. Elle semble admettre que la réduction de la rémunération des actions « P » serait conforme à l'intérêt de la société car le versement du dividende prioritaire serait devenu très couteux pour la société. On remarquera cependant que le versement d'un dividende prioritaire n'est pas, *a priori*, plus couteux que le versement d'un dividende non prioritaire puisque la société ne peut verser que le dividende distribuable dont l'assemblée générale décide la distribution, le reste n'étant qu'une question de répartition entre les actionnaires.

40 - En ce sens, CA Paris, 27 novembre 2018, n° 16/16446, Dr. sociétés 2019, comm. 61, note R. Mortier. V. cpt. Cass. com., 26 avril 2017, n° 14-13.554, RTDF 2019-1, p. 73, obs. D. Poracchia et réf. citées.

Digitalisation et droit financier

Hubert de Vauplane
Avocat

I. Monnaie électronique et stablecoin : différences et ressemblances

Au moment où le projet de Règlement MiCA est en phase finale d'adoption et que les débats autour des stablecoins sont nombreux suite à l'effondrement de l'architecture Terra/Luna, la question du jeu des ressemblances, mais surtout des différences entre un stablecoin, tel qu'entendu dans le futur Règlement MiCA, et la monnaie électronique, au sens du droit positif européen, est nécessaire. Car derrière cette question de définition, c'est la régulation de l'économie monétaire dont il s'agit. L'interrogation peut être posée comme suit : dès lors qu'un stablecoin emprunte au fonctionnement de la monnaie électronique, qu'est-ce qui distingue les deux ?

A. Rappel de l'origine de l'usage de la monnaie électronique

La monnaie électronique a été conçue à l'origine comme un moyen permettant de faciliter les paiements lors de l'achat de biens et de services en ligne. L'un des intérêts principaux du régime de monnaie électronique est ainsi de pouvoir disposer de moyens de paiement avec plafond facilement utilisables, particulièrement adaptés au commerce en ligne notamment.

Aux termes de l'article L. 315-1 du Code monétaire et financier, elle est définie comme « une valeur monétaire qui présente la spécificité d'être stockée sous forme électronique, et qui représente une créance sur son émetteur ». Elle doit respecter une série de conditions, à savoir (i) être émise contre remise de fonds et (ii) être acceptée pour une opération de paiement par une personne morale ou physique autre que l'émetteur. En pratique, cela revient à ce qu'un détenteur de monnaie électronique doit préalablement créditer le compte tenu par l'établissement de monnaie électronique d'une somme en euros (par virement ou par carte, plus rarement par remise de monnaie fiduciaire). Il peut ensuite débiter ce compte en payant des achats par carte, virement ou autres, mais à aucun moment le montant total des paiements effectués à partir de ce compte ne peut excéder la somme déposée. Autrement dit, le compte de monnaie électronique ne peut pas être débiteur. De la même manière, la monnaie électronique ne peut pas être émise parallèlement à un crédit accordé à son détenteur. Les émetteurs de monnaie électronique ne peuvent d'ailleurs pas accorder de crédit.

Une des caractéristiques principales de la monnaie électronique a été son caractère anonyme puisque son support d'utilisation peut être chargé et rechargé via de la monnaie fiduciaire. C'est d'ailleurs là l'une des principales critiques faites à la monnaie électronique, ayant conduit à réduire les seuils de chargement, rechargement et de paiement (cf. *infra*).

Ceci étant précisé, qu'est-ce qui distingue

la monnaie électronique d'un stablecoin ? Il convient de distinguer la situation avant et après l'entrée en vigueur de MiCA.

B. Avant l'entrée en vigueur de MiCA, un stablecoin régulé constitue de la monnaie électronique

L'euro ne circule au sein de l'UE que sous forme fiduciaire ou scripturale. La monnaie électronique est un moyen de paiement de la monnaie scripturale mais ne constitue pas une nouvelle forme de la monnaie.

Un stablecoin en euro est un actif numérique représentant un degré de valeur monétaire en euro (généralement selon une parité de 1 :1). Il ne constitue pas en soi un moyen de paiement au sens du droit monétaire.

Rien n'empêche ni n'interdit aujourd'hui (c'est-à-dire avant l'entrée en vigueur de MiCA) à un stablecoin en euro d'être émis sans avoir recours pour son émetteur à un statut particulier, ni au stablecoin d'être soumis à un régime juridique spécifique. Dans un tel cas, le stablecoin libellé en euro n'est pas autre chose qu'un actif numérique au sens du droit français (tant que MiCA n'est pas entrée en vigueur, là encore) dont l'actif sous-jacent est exclusivement composé d'euros ou d'autres actifs quasi monétaires libellés en euros. Ce stablecoin répond parfaitement à la définition du 2° de l'article L. 54-10-1 du Code monétaire et financier selon lequel les actifs numériques comprennent « Toute représentation numérique d'une valeur qui n'est pas émise ou garantie par une banque centrale ou par une autorité publique, qui n'est pas nécessairement attachée à une monnaie ayant cours légal et qui ne possède pas le statut juridique d'une monnaie, mais qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme un moyen d'échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement ».

Cet article du Code monétaire et financier n'a pas été rédigé spécifiquement pour les stablecoins puisqu'il recouvre tous les actifs numériques avec une composante monétaire, que ces actifs numériques soient stables ou non, assis sur une réserve d'actifs monétaires ou non. Il est toutefois parfaitement applicable au cas des stablecoins.

Le régime juridique de l'émetteur ou des intermédiaires procédant à la vente de stablecoins peut le cas échéant ressortir du statut de prestataire de services sur actifs numériques au sens de l'article L. 54-10-3 du Code monétaire et financier. Les émetteurs de stablecoins qui souhaitent toutefois accorder à leur stablecoins un pouvoir libératoire identique à celui de la monnaie ayant cours légal ne peuvent faire autrement, avant l'entrée en vigueur de MiCA, que de soumettre leur stabecoin au régime juridique de la monnaie électronique. Autrement dit, avant cette entrée en vigueur, un stablecoin constitue de la monnaie électronique.

C. Après l'entrée en vigueur de MiCA, un stablecoin est assimilé au régime de la monnaie électronique mais s'en diffère

L'entrée en vigueur de MiCA va modifier l'approche et le régime juridique des stablecoins en créant un régime propre à ceux-ci, différents des autres actifs numériques, bien qu'appartenant à la famille des actifs numériques.

Selon MiCA un stablecoin est « assimilé » à de la monnaie électronique. Le considérant 9 du projet de Règlement MiCA indique ainsi : « The function of such crypto-assets is very similar to the function of electronic money, as defined in in Article 2, point 2, of Directive 2009/110/EC of the European Parliament and of the Council. Like electronic money, such crypto-assets are electronic surrogates for coins and banknotes and are used for making payments ».

Le considérant 10 est encore plus explicite sur ce point : « Despite their similarities, electronic money and crypto-assets referencing a single fiat currency differ in some important aspects. Holders of

electronic money as defined in Article 2, point 2, of Directive 2009/110/EC are always provided with a claim on the electronic money institution and have a contractual right to redeem their electronic money at any moment against fiat currency that is legal tender at par value with that currency. By contrast, some of the crypto-assets referencing one fiat currency which is legal tender do not provide their holders with such a claim on the issuers of such assets and could fall outside the scope of Directive 2009/110/EC. Other crypto-asset referencing one fiat currency do not provide a claim at par with the currency they are referencing or limit the redemption period. The fact that holders of such crypto-assets do not have a claim on the issuers of such assets, or that such claim is not at par with the currency those crypto-assets are referencing, could undermine the confidence of users of those crypto-assets. »

Compte tenu de la diversité des sablecoins référencés sur une ou plusieurs monnaies légales, le projet MiCA prévoit de réguler dans un même ensemble dénommé Electronic Money Token (« EMT ») les stablecoins ayant comme sous-jacent une ou plusieurs monnaies légales. Le considérant 10 du projet Mica indique ainsi que : « To avoid circumvention of the rules laid down in Directive 2009/110/EC, any definition of 'e-money tokens' should be as wide as possible to capture all the types of crypto-assets referencing one single fiat currency that is legal tender. »

Afin de réguler sous un même cadre les stablecoins au sein de l'UE, le projet MiCA prévoit ainsi que les émetteurs d'EMT doivent prévoir un droit de remboursement « à tout moment et au pair » (« issuers of such e-money tokens should also grant the users of such tokens with a claim to redeem their tokens at any moment and at par value against the currency referencing those tokens »), comme le prévoit par ailleurs l'article 11 § 2 de la DME 2, et confirmé par l'arrêt de la CJUE *Paysera* du 16 janvier 2013 (n° C-389/17, *Paysera LT UAB*, 16).

Ainsi, les EMT dans le cadre du projet MiCA sont « assimilés » à de la monnaie électronique, et reprennent l'une des caractéristiques essentielles de celle-ci qui est le droit de remboursement pour le porteur. Dans la version amendée par le Parlement européen, la définition des EMT est encore plus précise puisqu'il est indiqué que : « e-money tokens which maintain the value of a fiat currency of the Union shall be deemed to be electronic money as defined in Article 2 (2) of Directive 2009/110/EC ».

Réputés, assimilés ou équivalents à la monnaie électronique, les EMT se distinguent toutefois de la monnaie électronique dans sa technologie et son fonctionnement, mais surtout dans sa nature juridique du fait qu'un stablecoin constitue un support de circulation d'une représentation monétaire (ayant cours légal ou non), alors que la monnaie électronique est un moyen de paiement permettant la distribution de la monnaie. La différence est importante en ce qu'elle conditionne le régime juridique non pas du stablecoin ou de la monnaie électronique mais son mode de diffusion : vente ou distribution.

D. Dans l'attente de MiCA, le régime de la monnaie électronique doit être adapté à l'émission d'un stablecoin régulé

En attendant l'entrée en vigueur de MiCA, les émetteurs de stablecoins en euros qui souhaitent effectuer leurs opérations dans un cadre réglementé européen n'ont d'autres choix que de considérer qu'il s'agit de la monnaie électronique puisqu'il s'agit du seul cadre légal en vigueur. Sauf bien sûr à émettre des stablecoins libellés en euros mais non régulés. Pour autant, la règlementation applicable à la monnaie électronique n'est pas totalement transposable pour les stablecoins. En particulier la manière dont les stablecoins sont diffusés auprès de leurs utilisateurs (**1**) et la rémunération associée aux stablecoins (**2**).

1. Diffusion des stablecoins

Alors que la monnaie électronique est « distribuée », le stablecoin est « vendu ». L'article L. 525-8 du Code monétaire et financier prévoit que les émetteurs de monnaie électronique peuvent faire appel à des personnes « en vue de distribuer, pour leur compte, de la monnaie électronique » ainsi que pour effectuer certaines activités spécifiques. L'article en question précise bien que les distributeurs ne font qu'agir pour le compte de l'émetteur de la monnaie électronique. La rédaction est maladroite mais laisse à penser à l'existence d'un mandat. Autrement dit, le distributeur de monnaie électronique n'agit pas pour son propre compte quand il distribue, mais pour le compte de l'émetteur. C'est la raison pour laquelle le contrôle effectué par l'émetteur de monnaie électronique sur le distributeur sont proches à ceux relatifs à l'externalisation de prestations essentielles au sens de la réglementation bancaire. Tel est le sens d'ailleurs de l'article L. 525-9 du Code monétaire et financier qui indique que les émetteurs de monnaie électronique « respectent les dispositions réglementaires relatives à l'externalisation ». Ce qui explique aussi pourquoi les distributeurs de monnaie électronique doivent informer la clientèle et le public du fait que la monnaie électronique est émise par l'émetteur (C. mon. fin., art. L. 525-10) et que ces émetteurs restent « responsables vis-à-vis des détenteurs de monnaie électronique de la monnaie électronique distribuée » par les distributeurs (C. mon. fin., art. L. 525-11).

Tout au contraire, un stablecoin, comme tout actif numérique, fait l'objet d'un contrat de vente, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Sur le marché primaire, lors de l'émission du stablecoin, l'émetteur vend les actifs numériques aux personnes qui souhaitent les acheter. La vente s'effectue soit via une place d'échange, soit directement par l'émetteur, de gré à gré. La vente a lieu, le plus souvent, au pair. Sur le marché secondaire, un stablecoin est acheté sur les places d'échange qui acceptent de « lister » celui-ci sur leurs opérations. Il est négocié (vendu) comme tout autre actif numérique. Il peut donc se négocier au-dessus (rarement…) ou au-dessous (plus souvent) de la valeur qu'il représente. Ainsi, plus la réserve en actifs sous-jacents sera liée à cet actif sous-jacent, plus le montant de la réserve se rapprochera de 100 % du montant en circulation, moins la décote sera importante. Et inversement, comme cela a pu être constaté lors de l'effondrement de Terra/Luna.

Compte tenu de ce qui précède, c'est-à-dire de la négociabilité d'un stablecoin et non pas de sa distribution, la règlementation relative aux seuils de chargement et de rechargement comme celle relative au paiement maximum autorisé à la monnaie électronique n'est pas cohérente avec le fonctionnement d'un stablecoin. Et pourtant, dans l'attente de MiCA, seul le régime de monnaie électronique est possible pour les émetteurs de stablecoins en euros. La solution passe sans doute par l'adaptation contractuelle du régime de la distribution dans les contrats de vente entre l'émetteur et les plateformes d'échanges d'actifs digitaux, de manière à faire peser sur celles-ci des contraintes substantiellement équivalentes à celles pesant sur un distributeur de monnaie électronique.

2. Rémunération des stablecoins

Alors que les émetteurs de monnaie électronique ne peuvent pas octroyer des intérêts ou des avantages aux détenteurs de monnaie électronique « pendant toute la durée pendant laquelle le détenteur (…) détient de la monnaie électronique » (article 12 de la DME 2), le fonctionnement des stablecoins actuellement sur le marché conduit au contraire leurs émetteurs à mettre en place des systèmes de rémunération et d'intérêts. L'usage de smart contracts et le recours à la DeFi facilitent le versement d'intérêt ou d'avantages. Un stablecoin en euros qui souhaite être émis avec l'entrée en vigueur de MiCA devra respecter

cette prohibition des intérêts et de toute rémunération.

En conclusion, la frontière entre monnaie électronique et stablecoin est d'ordre conceptuel. Fondamentalement, ce qui les distingue, c'est la négociabilité, au sens juridique du mot. Un actif numérique est un actif négociable, ce que n'est pas la monnaie électronique.

II. Projet de Principes UNIDROIT sur les actifs digitaux

Après le droit des titres avec la Convention de Genève sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés[1], voici le droit des actifs digitaux avec un projet de Principes UNIDROIT. Certes, le projet en est encore au stade de l'élaboration des discussions et des travaux, mais depuis le premier groupe de travail lancé en 2022, et malgré la crise sanitaire, le groupe de travail désigné pour préparer ces Principes a déjà bien avancé sa rédaction au point d'en présenter les grandes lignes. Ce projet s'inscrit dans le cadre de travaux conjoints avec UNCITRAL sur l'économie numérique, et en particulier l'élaboration d'une taxonomie commune[2].

A. L'origine de projet

Le groupe de travail traite des seules questions de droit privé relatives aux actifs numériques et, en particulier, aux droits de propriété, afin d'évaluer dans quelle mesure les règles prévues par les systèmes de *common law* et de droit civil sont appropriées – ou non – pour le cas des actifs numériques. L'objectif initial est de proposer des solutions non seulement là où des lacunes existent, mais aussi là où les approches traditionnelles ne seraient pas appropriées et devraient être modifiées.

Tout comme pour les titres intermédiés, les travaux cherchent à (i) expliquer divers aspects technologiques, (ii) identifier les problèmes qui peuvent se poser en l'absence de lois et de règlements spécifiques, et (iii) suggérer des Principes que le régime de droit privé devrait intégrer. En ce sens, le projet se distingue des travaux sur les titres intermédiés qui prennent la forme d'une Convention internationale et qui, compte tenu des fortes divergences apparues entre certains participants, n'est ratifiée que par trois États, ne permettant pas son entrée en vigueur[3].

En termes d'approche la plus appropriée, le projet cherche à articuler les problèmes pratiques impliquant des actifs numériques ainsi que les résultats souhaités, de manière à ce que ces solutions soient identiques dans tous les systèmes juridiques. Les Principes énonceraient le résultat souhaité, puis laisseraient à chaque État le soin de déterminer comment son système juridique permettrait d'atteindre ce résultat plutôt que de traiter de la nature juridique des actifs numériques dans chaque système juridique. Cette approche pragmatique permet une plus grande fonctionnalité et présente aussi l'avantage de ne pas exiger que les États modifient leur droit de propriété ou leur droit de l'insolvabilité, ce qui avait été le cœur des divergences dans les discussions relatives à la Convention de Genève. Le projet porte essentiellement sur des questions de droit privé qui peuvent toutefois aussi toucher à certains aspects réglementaires. Bien que la réglementation en soi ne relève pas du champ d'application de ce projet, étant donné qu'un certain nombre d'aspects abordés par le projet touchent à des questions de réglementation, il est proposé que les Principes intègrent certains de ces aspects afin d'assurer la cohérence entre les recommandations de droit privé et l'approche réglementaire.

1 - Cf. la Convention : https://www.unidroit.org/fr/instruments/marches-financiers/convention-de-geneve/

2 - UNCITRAL, Exploratory work on legal issues related to the digital economy – reports of events, July 2020 : https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/v2002569_1.pdf

3 - Cf. l'état des signataires : https://www.unidroit.org/fr/instruments/marches-financiers/convention-de-geneve/etat/

B. Le contenu des Principes

Dans un document de travail n° 2, UNIDROIT présente l'architecture et le contenu de futurs Principes. En guise d'introduction au débat, le projet souligne le lien entre données numériques et actifs numériques, de la sorte que le détenteur des données numériques peut estimer détenir un droit de propriété sur cet actif sous-jacent. Dans une telle structuration, les données numériques peuvent être considérées comme un actif numérique à part entière ou simplement comme un simple enregistrement numérique. Les travaux UNIDROIT se concentrent sur la première alternative : lorsqu'un actif numérique est transféré de A à B, le droit de propriété correspondant à l'actif sous-jacent est également censé être transféré. Le mécanisme qui consiste à lier un actif à un autre est le plus souvent appelé « tokenisation », mais se concentrer sur les seuls « tokens » peut être réducteur, voire trompeur, dans une analyse juridique, car ce qui importe, ce ne pas le contenu, mais le mécanisme lui-même et la nature du lien pertinent.

Le lien entre les données numériques et les actifs sous-jacents pertinents peut être envisagé de deux manières différentes. La première suppose que les données numériques sont elles-mêmes un actif numérique, et qu'une analyse juridique analogue à celle d'un bien immatériel documentaire s'appliquerait. La deuxième approche consiste à considérer les données numériques comme constituant la racine, ou, alternativement, la preuve, du titre de propriété de l'actif sous-jacent (comme une inscription sur un registre). La question se pose de savoir si une législation spéciale est nécessaire pour reconnaître les données numériques comme la source du titre.

Les experts du groupe de travail UNIDROIT ont identifié la liste suivante de liens entre les données numériques et les actifs sous-jacents :

- soit une propriété directe, comme par exemple les données numériques permettant un droit direct sur l'or ou tous autres métaux précieux ;
- soit une propriété en équité (*equitable ownership*) c'est-à-dire où les données numériques constituent un droit en équité (en vertu d'un trust) sur les actifs sous-jacents : l'« émetteur » des actifs numériques dispose du titre légal (*legal title*) sur les actifs sous-jacents et un tiers est le propriétaire légal (*legal owner*) des actifs sous-jacents ;
- soit le cas d'une propriété via un SPV (*Special purpose vehicle*) où les actifs numériques constituent une participation dans un SPV qui investit dans les actifs sous-jacents ;
- soit un pur et simple droit contractuel (personnel) où les actifs numériques attestent d'un droit contractuel envers l'« émetteur » en ce qui concerne les rendements financiers des actifs sous-jacents.

Le groupe de travail remarque qu'une loi régissant les droits de propriété sur les actifs numériques pourrait alors déterminer *ipso facto* les droits sur les actifs sous-jacents, ce qui aurait pour conséquence que les règles juridiques relatives aux droits de propriété sur tous les types d'actifs sous-jacents (sans parler des règles de conflit de lois pertinentes) seraient régies par cette loi sur les actifs numériques. À juste raison, les experts du groupe de travail écartent cette piste, estimant que la portée d'une telle loi serait « peu plausible et peu pratique » ; en conséquence de quoi, ces mêmes experts ont estimé préférable de procéder à un examen approfondi des aspects des droits de propriété impliqués dans le lien entre les données numériques et l'actif sous-jacent pertinent. À ce stade des travaux, le groupe de travail a identifié les instruments suivants comme devant faire l'objet d'une recherche approfondie :

- Jetons non fongibles (NFT) ;
- Actifs numériques associés à un art ou un autre objet externe par un pointeur

technique et/ou par un accord de licence ;

- Actifs numériques adossés à des actifs du monde réel ;
- Actifs numériques adossés à des actifs numériques ;
- Finance décentralisée (DeFi).

Les Principes sont organisés en 20 principes, traitant à la fois des questions de conflits de lois, de la notion de « contrôle » sur les actifs digitaux, de celle de transferts de ces mêmes actifs mais aussi de la conservation de ceux-ci, de leur mise en collatéral et enfin du traitement des situations de faillite et des effets sur les droits de propriété sur les actifs digitaux. Tout comme dans la convention sur les titres intermédiés, une grande partie du débat, au-delà de la définition même des actifs digitaux, c'est-à-dire ceux qui sont fréquemment utilisés dans le commerce et qui se distinguent des autres actifs numériques par le fait qu'ils sont identifiés comme des actifs numériques soumis à un contrôle (comme indiqué brièvement ci-dessous), porte sur la notion de « contrôle ». Selon le projet UNIDROIT, le terme « contrôle » désigne un actif numérique dont une personne peut établir qu'elle a (i) la capacité exclusive de changer le contrôle du bien numérique à une autre personne, (ii) la capacité exclusive d'empêcher d'autres personnes d'obtenir la quasi-totalité des avantages du bien numérique ; et (iii) la capacité d'obtenir la quasi-totalité l'avantage de l'actif numérique. Le texte étant rédigé en anglais (le temps où UNIDROIT rédigeait dans les deux langues français et anglais semble révolu…), les termes employés ne résonnent pas bien dans notre univers civiliste, même si l'idée est justement d'éviter l'utilisation d'une terminologie trop juridique pour en rester à une approche dite neutre ou fonctionnelle et pragmatique. Afin d'éviter des débats trop conceptuels, les Principes traitent les actifs numériques comme ayant des caractéristiques de propriété, sans se prononcer s'ils sont considérés comme des « biens » en vertu de la législation d'un État.

C. Premières observations

On constate dans ce projet la forte présence du droit de *common law*, tout comme des experts de ces juridictions. À cet égard, il est frappant qu'il faille attendre septembre 2022 pour que deux experts français soient désignés pour rejoindre le groupe de travail[4], alors même que le droit français a été et demeure, tout au moins en Europe, mais aussi plus largement, assez innovant et surtout parmi les premiers à légiférer sur les actifs numériques (et sur les titres financiers numériques[5]), que ce soit pour les encadrer réglementairement, où pour les définir juridiquement.

La deuxième remarque tient au fait que ces Principes arrivent à un moment où le projet de Règlement Mica est bien avancé et que celui-ci sera même adopté avant la finalisation des travaux UNIDROIT. Certes, MiCA n'aborde pas les questions de droit de propriété et plus généralement de droit des biens sur les actifs numériques, selon la méthode traditionnelle de la Commission européenne consistant à réglementer de façon juridiquement le plus neutre possible en termes de droit des biens et droit des contrats ; mais il n'en demeure pas moins qu'il conviendra de vérifier si ces Principes s'éloignent ou non du Règlement Mica et sur quoi ces divergences portent.

Le troisième commentaire porte sur le champ même des Principes. En voulant traiter à la fois des actifs numériques, des NFTs, de la finance décentralisée, les Principes UNIDROIT risquent de tomber dans la même difficulté que le Règlement Mica, à savoir essayer de rassembler dans un corps de définitions communes des éléments disparates et souvent divergents quant aux droits attachés à ces instruments numériques

4 - Hubert de Vauplane et le professeur France Drummond, au nom du HCJP.

5 - Là encore, on note une absence de représentants français, aussi bien de praticiens que du monde universitaire, dans les travaux internationaux sur le droit des titres numériques. Ainsi, dans le projet du European Law Institute, relatif aux *Principles of the use of digital assets as security*, publié en 2022, aucun français ne figure dans le groupe de travail et d'experts : https://www.europeanlawinstitute.eu/fileadmin/user_upload/p_eli/Publications/ELI_Principles_on_the_Use_of_Digital_Assets_as_Security.pdf

(pour ne pas utiliser ici l'expression « actifs numériques », trop connotée juridiquement).

III. Projet de Convention de La Haye sur les actifs digitaux

En complément des travaux UNIDROIT, mais avec un décalage de deux années, la Conférence de droit privée de La Haye étudie la question de la pertinence de lancer une réflexion générale sur les effets en droit international privé des actifs numériques. Dans un document daté de mars 2022, relatif aux récents développements en matière de DIP concernant les actifs numériques, la Conférence propose de lancer un débat sur l'opportunité de mettre en place une convention internationale traitant de ces sujets[6].

Plus particulièrement, le Bureau Permanent de la Conférence a dressé la liste suivante de sujets susceptibles d'être inclus dans le programme de la Conférence de droit commercial et financier 2022. Cette liste n'est pas exhaustive, mais donne un aperçu des questions qui ont été récemment soulevées ou discutées en relation avec les implications de l'économie numérique en matière de DIP :

- Caractérisation des enregistrements sur les registres distribués : aux fins du DIP, ceux-ci doivent-ils être caractérisés comme des biens, des contrats ou autres ?
- Approches possibles de la loi applicable : la loi applicable devrait-elle être déterminée par le système (par exemple, Ethereum, Bitcoin, etc.), l'actif (par exemple, jeton, crypto-monnaie, etc.) ou la transaction (par exemple, transfert, détention, garantie, etc.) ?
- Facteurs de connexion : quels facteurs de connexion sont réalisables et souhaitables pour les systèmes et applications DLT ?
- Jetons d'actifs : quelle est la pertinence de la (non-)fongibilité des jetons, et de l'existence d'actifs hors chaîne, pour le droit international privé ?
- Autonomie des parties : quel est le potentiel, et quelles sont les limites à considérer, de l'autonomie des parties, pour déterminer le droit applicable aux systèmes et applications DLT ?
- Tiers : Quel effet les échanges d'actifs dans l'économie numérique, et plus particulièrement par le biais des systèmes et applications DLT, ont-ils sur les tiers ?
- Relation entre les détenteurs d'actifs et les bourses : comment doit-on caractériser la relation entre les détenteurs d'actifs et les bourses numériques/crypto ? S'agit-il d'une relation propriétaire, contractuelle, d'une fiducie ou d'une autre forme ?
- Résolution des litiges : quelles sont les options disponibles sur la chaîne en matière de règlement des différends, et quelles seraient les implications en matière de LIP de la résolution des différends sur la chaîne ? Quelle est la reconnaissance transfrontalière et le caractère exécutoire des résultats de la résolution des litiges concernant les systèmes et applications DLT, tels que la blockchain ?
- Les développements de l'économie numérique : quelles sont les implications en matière de DIP, en général, des développements liés aux fintechs, aux DAOs et aux CBDCs ?
- La compétence et l'élection de for (par exemple, comment déterminer le tribunal compétent pour résoudre un litige relatif à un actif cryptographique), la loi applicable et le choix de la loi (par exemple, quel est le facteur de rattachement le plus approprié définissant la loi applicable à une transaction via la blockchain) ;

6 - Cf. https://assets.hcch.net/docs/b06c28c5-d183-4d81-a663-f7b-db8f32dac.pdf

- La reconnaissance et l'exécution (par exemple, comment exécuter une décision judiciaire étrangère en relation avec un service réglementé par un contrat intelligent), et
- Les mécanismes de coopération transfrontalière et multiplateforme (par exemple, quels cadres de coopération sont réalisables et souhaitables pour surmonter les défis auxquels l'économie numérique est confrontée).

À ce stade, le Bureau Permanent de la Conférence attend des réponses sur l'opportunité d'aller plus loin dans ses premières réflexions.

La localisation du SPV dans le Règlement titrisation

Fabrice Faure-Dauphin
Avocat

À l'heure de la renaissance de cette chronique consacrée aux financements structurés au sein de la Revue Trimestrielle de Droit Financier, deux constats très généraux s'imposent. Tout d'abord le champ des thématiques juridiques et réglementaires encore inexplorées reste immense, tant la pratique vient quotidiennement enrichir la réflexion et les difficultés pratiques et théoriques de ce terrain d'études. Ensuite les opérations de titrisation ont fait face à ce qui s'apparente à un tsunami réglementaire au cours des années récentes. C'est tout particulièrement le cas depuis 2017 et l'adoption du désormais fameux Règlement 2017/2402 du 12 décembre créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées[1] (le « Règlement titrisation »).

L'un des terrains d'études restant encore relativement peu exploré jusqu'à présent est celui du véhicule (le plus souvent désigné en anglais comme *special purpose vehicle* ou SPV[2]) servant de réceptacles aux actifs titrisés[3].

Parmi les nombreuses questions d'ordre juridique ou réglementaire touchant à la structuration du véhicule, il en est une qui aura particulièrement retenu l'attention des praticiens au cours des derniers mois, portant sur la latitude laissée par le Règlement titrisation de choisir sa localisation.

De nombreuses considérations entrent traditionnellement en ligne de compte lorsqu'il s'agit de choisir un type de véhicule et sa localisation dans tel ou tel pays, qu'elles soient juridiques, fiscales, réglementaires ou pratiques[4]. À ces considérations, l'article 4 du Règlement titrisation[5] est venu ajouter une autre contrainte, en encadrant ou restreignant l'implantation du véhicule dans un certain nombre de pays, répartis en plusieurs catégories. À l'origine de ce texte, en 2017, les seuls pays concernés étaient ceux identifiés comme étant à haut risque par le GAFI (Groupe d'action financière) mais cet article été modifié en 2021 pour étendre le champ de ses restrictions tandis que les listes des pays visés évoluaient également, non sans conséquences pratiques sur les acteurs de la titrisation.

1 - Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 648/2012.

2 - Mais nous verrons que le législateur européen lui a préféré une autre appellation.

3 - Voir toutefois les développements présentant de manière générale le rôle du véhicule de titrisation : cf Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé, contribution à l'étude de la propriété*, Fondation Varenne, 2012, n° 246, p. 185 et s.

4 - Voir A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de titrisation*, Larcier 2018, n° 192 et s.

5 - Les références à l'article 4 ci-après sont des références à l'article 4 du Règlement titrisation. Les exigences de l'article 4 sont distinctes de celles de l'article 18 pour qu'une opération obtienne le label « STS » (simple, transparente et standardisée) qui impose simplement que le SPV soit établi dans l'Union européenne.

I. Les opérations sujettes aux limitations géographiques

Les opérations visées sont celles qui concernent un véhicule de titrisation au sens du Règlement titrisation et auxquelles participent les personnes assujetties au règlement.

A. Les véhicules de titrisation concernés

Comme souvent avec le Règlement titrisation, il faut s'en remettre aux définitions pour bien cerner son champ d'application.

La première à être pertinente est celle d'entité de titrisation figurant à l'article 2(1) du Règlement Titrisation, qui dispose : « « entité de titrisation » ou « SSPE » : une entreprise, une fiducie ou autre entité, autre qu'un initiateur ou un sponsor, qui est créée dans le but de réaliser une ou plusieurs titrisations, dont les activités sont limitées à celles appropriées pour la réalisation de cet objectif, dont la structure vise à isoler les obligations de la SSPE de celles de l'initiateur ». Sur le plan terminologique, on notera l'emploi du mot « entité » dans la version française du texte, associé à l'acronyme « SSPE » correspondant à sa version anglaise (*securitisation special purpose entity*) ; dans les deux cas il s'agit bien de l'équivalent du véhicule de titrisation ou « SPV » (*special purpose vehicle*), cette dernière expression étant généralement préférée par la pratique. Ces termes ou leurs acronymes sont ainsi synonymes et utilisés indifféremment.

L'une des composantes essentielles de la définition de SSPE est de renvoyer à la réalisation d'une opération de titrisation, qui elle aussi répond, au sens du Règlement titrisation, à une définition particulière[6] : « une opération par laquelle, ou un dispositif par lequel, le risque de crédit associé à une exposition ou à un panier d'expositions est subdivisé en tranches, et qui présente l'ensemble des caractéristiques suivantes : a) les paiements effectués dans le cadre de l'opération ou du dispositif dépendent de la performance de l'exposition ou du panier d'expositions ; b) la subordination des tranches détermine la répartition des pertes pendant la durée d'existence de l'opération ou du dispositif ; c) la transaction ou le dispositif ne crée pas d'expositions qui présentent toutes les caractéristiques énumérées à l'article 147, paragraphe 8, du règlement (UE) no 575/2013 ».

Les ramifications de cette dernière définition sont trop nombreuses pour être revues en détail ici et, si plusieurs de ses composantes sont fréquemment discutées en pratique pour déterminer si une opération doit être considérée comme affectée par l'article 4, ces questions ne sont pas propres à l'application de cet article, ce qui nous oblige à les écarter à ce stade. On retiendra néanmoins l'exigence posée par ce texte d'une subdivision du risque en tranches, qui est au cœur de la notion de titrisation au sens européen du terme. Toute opération de transfert de risques n'est pas concernée et dès lors que la structuration de l'opération ne consiste pas à créer de tranches distinctes du rang duquel dépend le risque pris par l'investisseur, les exigences du règlement et donc celles applicables à la localisation du SPV ne s'appliquent pas.

B. Vendeurs et acheteurs également concernés

Il est traditionnel de distinguer deux catégories de ce que nous pourrions appeler les assujettis au Règlement titrisation : d'une part, les acteurs de la titrisation côté vendeur (dits *sell-side*) et d'autre part, les investisseurs institutionnels côté acheteur (dits *buy-side*)[7]. Ces deux types d'intervenants ne sont pas affectés de la même manière par l'article 4.

Le côté vendeur regroupe l'initiateur, le

6 - Voir A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de titrisation*, *op. cit.*, n° 17.

7 - Article 1(2) : « Le présent règlement s'applique aux investisseurs institutionnels et aux initiateurs, sponsors, prêteurs initiaux et entités de titrisation. »

prêteur initial et le sponsor. Il s'agit, de manière extrêmement succincte, voire simplificatrice[8], de ceux ayant participé, à des degrés divers et de diverses manières, à la création des expositions titrisées (par exemple le prêteur ayant fourni un crédit titrisé) ou de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement établissant ou gérant une titrisation. Tout établissement européen entrant dans la définition de l'une de ces trois catégories devra donc se conformer aux exigences de l'article 4 pour participer, en sa qualité d'initiateur, de prêteur initial ou de sponsor, à une opération de titrisation.

Côté acheteur, on trouve les investisseurs institutionnels définis à l'article 2 du Règlement titrisation, ce qui recouvre une large étendue d'acteurs régulés tels que, par exemple, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les gestionnaires de FIA les OPCVM et leurs gérants[9]. Ces acteurs, dès lors qu'ils sont visés par cette définition, seront tenus de se conformer aux prescriptions de l'article 4, par exemple en s'abstenant d'investir dans des titres émis par un véhicule établi dans un pays d'une liste noire (nous y reviendrons au **II**), quand bien même les vendeurs ou les actifs titrisés ne seraient pas européens. Ces dispositions sont donc pertinentes pour tout investisseur européen concerné, quelle que soit l'opération de titrisation, y compris une qui n'a rien d'européen.

L'investisseur qui ne se conformerait pas aux obligations de l'article 4 pourrait être vu comme s'exposant aux conséquences applicables à un manquement de ses obligations de due diligence pouvant impliquer une charge en capital pénalisante, conformément au Règlement sur les exigences prudentielles[10]. On notera toutefois que l'application d'une telle sanction pourrait être débattue compte tenu de son application en cas de manquement aux prescriptions du Chapitre 2 (auquel n'appartient pas l'article 4) du Règlement titrisation et dépendra de l'application dans le temps des principes de l'article 4 (tels qu'évoqués au **III**). Les fonds d'investissement alternatifs et les OPCVM sont susceptibles de devoir prendre également certaines mesures correctrices dans l'intérêt de leurs investisseurs.

II. Listes noires et liste grise face à la pratique des opérations de titrisation

Dans sa version d'origine en 2017, l'article 4 interdisait uniquement l'établissement du SPV dans un pays tiers figurant sur la liste des juridictions à haut risque et non-coopératives du GAFI ou n'ayant pas signé d'accord de transmission d'informations. Cette première approche a été précisée et étendue par la révision du Règlement titrisation intervenue le 31 mars 2021[11], si bien que l'on peut désormais distinguer les listes de pays interdits (les listes noires) de la liste des pays non-interdits mais pour lesquels des obligations supplémentaires

8 - Ces trois catégories sont définies à l'article 2.

9 - La définition est la suivante : « « investisseur institutionnel » : un investisseur qui est l'une des entités suivantes : a) une entreprise d'assurance au sens de l'article 13, point 1), de la directive 2009/138/CE ; b) une entreprise de réassurance au sens de l'article 13, point 4), de la directive 2009/138/CE ; c) une institution de retraite professionnelle qui relève du champ d'application de la directive (UE) 2016/2341 du Parlement européen et du Conseil (23) conformément à l'article 2 de ladite directive, sauf si un État membre a choisi de ne pas appliquer cette directive, en tout ou partie, à une telle institution conformément à l'article 5 de ladite directive ; ou un gestionnaire de placements ou une entité autorisée désignée par une institution de retraite professionnelle conformément à l'article 32 de la directive (UE) 2016/2341 ; d) un gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs au sens de l'article 4, paragraphe 1, point b), de la directive 2011/61/UE qui gère et/ou commercialise des fonds d'investissement alternatifs dans l'Union ; e) une société de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) au sens de l'article 2, paragraphe 1, point b), de la directive 2009/65/CE ; f) un OPCVM faisant l'objet d'une gestion interne, qui est une société d'investissement agréée en vertu de la directive 2009/65/CE et qui n'a pas désigné, pour sa gestion, de société de gestion agréée en vertu de ladite directive ; g) un établissement de crédit au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 1), du règlement (UE) no 575/2013 aux fins dudit règlement ou une entreprise d'investissement au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 2), du même règlement ».

10 - Article 270a Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

11 - Règlement (UE) 2021/557 du Parlement européen et du Conseil du 31 mars 2021 modifiant le règlement (UE) 2017/2402 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, afin de favoriser la reprise après la crise liée à la COVID-19.

s'appliquent (la liste grise)[12].

A. Listes noires

La première liste noire est celle des « pays tiers à haut risque dont les dispositifs de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme présentent des carences stratégiques, conformément à l'article 9 de la directive (UE) 2015/849 du Parlement européen et du Conseil »[13]. En application de cette directive, le recensement des pays concernés (qui reflète la liste établie par le GAFI) fait l'objet du Règlement Délégué (UE) 2016/1675 de la Commission du 14 juillet 2016[14], qui lui-même est régulièrement mis à jour, en dernier lieu en janvier 2022[15]. La lecture de l'annuaire des 25 pays sur cette liste noire n'apporte pas que des surprises et révèle, par exemple, que l'Iran se trouve en bonne compagnie avec la Corée du Nord ou l'Afghanistan sans que les acteurs européens des financements structurés – par le truchement de l'article 4 – ne se trouvent particulièrement concernés. La présence sur cette liste des Îles Caïmans depuis 2022 (après l'ajout de ce pays sur la liste du GAFI en 2021) a plus de conséquences pratiques puisque ce pays est utilisé pour la localisation de SPV dans certaines opérations, notamment montées aux États-Unis, dans lesquelles des investisseurs européens ont pu investir ou auxquelles ils ont pu apporter un financement.

La seconde liste noire des pays dans lesquels il est interdit d'établir une entité de titrisation porte sur les pays mentionnés « à l'annexe I de la liste de l'Union européenne des pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales ». La référence à cette liste a été ajoutée au texte de l'article 4 par le Règlement 2021/557 ; elle comprend à ce jour moins de 10 noms[16].

La troisième catégorie interdite porte sur les pays tiers n'ayant « pas signé d'accord avec un État membre garantissant que ce pays tiers se conforme pleinement aux normes prévues à l'article 26 du modèle de convention fiscale concernant le revenu et la fortune de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ou dans le modèle d'accord sur l'échange de renseignements en matière fiscale de l'OCDE et qu'il procède à un échange efficace de renseignements en matière fiscale, y compris tout accord multilatéral en matière fiscale ». À la différence des deux autres catégories, il n'existe pas de liste exhaustive des pays concernés mais il convient de faire une vérification au cas par cas pour identifier si une juridiction particulière se trouve concernée par les critères visés ici. Nous n'avons toutefois pas à ce jour connaissance de juridiction d'usage courant des opérations de titrisation qui auraient pu se trouver particulièrement concernées par ce critère.

B. Liste grise

De manière distincte, l'article 4 vise une liste grise de pays dans lesquels il n'est pas interdit d'établir un SPV, mais pour lesquels s'impose une obligation déclarative nouvelle :

« Dans le cas d'une SSPE établie, après le 9 avril 2021, dans un pays ou territoire figurant à l'annexe II en raison de l'application d'un régime fiscal dommageable, l'investisseur notifie les investissements dans des titres

12 - Ces listes de l'article 4 sont distinctes de la liste des pays et territoires non coopératifs – déclenchant en droit fiscal français l'application d'une retenue à la source confiscatoire dissuasive conformément à l'article 238-O A du Code général des impôts.

13 - Directive (UE) 2015/849 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2015 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme, modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 2005/60/CE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2006/70/CE de la Commission.

14 - Règlement délégué (UE) 2016/1675 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant la directive (UE) 2015/849 du Parlement européen et du Conseil par le recensement des pays tiers à haut risque présentant des carences stratégiques.

15 - Règlement délégué (UE) 2022/229 de la Commission du 7 janvier 2022 portant modification du règlement délégué (UE) 2016/1675 de la Commission complétant la directive (UE) 2015/849 du Parlement européen et du Conseil.

16 - Voir la liste en annexe des conclusions du Conseil relatives à la liste révisée de l'UE des pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales (2022/C 103/01), JOUE 3 mars 2022, p. 1.

émis par cette SSPE aux autorités fiscales compétentes de l'État membre dans lequel l'investisseur réside à des fins fiscales ». L'annexe 2 dont il s'agit est toujours celle de la liste de l'Union européenne des pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales[17].

À l'origine, cette liste n'était pas visée dans la version du texte de 2017 et le projet de la Commission de modification de l'article 4 n'avait pas prévu d'y faire référence. Le premier amendement présenté par le Parlement européen dans le cadre des discussions ayant conduit à la réforme du texte en 2021[18] consistait à interdire purement et simplement l'établissement d'un SPV dans ces États. La difficulté fut immédiate puisque cette liste de l'annexe II porte sur des pays qui ont pris des engagements d'amélioration de leur gouvernance fiscale mais n'ont pas encore procédé aux changements promis ; le type de pays concernés est ainsi bien différent de ceux visés à l'annexe I, si bien qu'au moment des discussions sur les modifications de l'article 4, l'Australie se trouvait comprise dans la liste.

En pratique, le marché australien se trouve être une importante terre d'investissements dans des opérations de titrisation pour nombre d'investisseurs institutionnels européens. Le texte final tel que résultant de la révision de 2021 ne conserva finalement pas ce principe d'interdiction pour les juridictions de l'annexe II mais uniquement une obligation déclarative aux autorités fiscales. L'Australie aura finalement été retirée de cette liste en 2021, mais deux juridictions communément utilisées en pratique pour certaines opérations (notamment américaines) y figurent (les Bermudes et les Îles Vierges britanniques).

En pratique, le texte ne précise pas quel niveau d'information doit être fourni aux autorités fiscales, ni quel traitement ces autorités doivent réserver aux informations ainsi fournies, ce qui rend son objet relativement flou. Du côté des investisseurs, cette obligation déclarative nécessite la mobilisation de ressources rendant l'investissement dans ces pays moins attractif ; les nouveaux montages concernés auront donc tendance à préférer une localisation dans des pays en dehors de cette liste grise.

III. Considérations liées à l'évolution de ces listes dans le temps

Ainsi que nous l'avons évoqué, les interdictions et restrictions posées par l'article 4 ont été renforcées dans le temps, de même que les listes des pays de catégories grise et noire ont été modifiées et continueront à l'être. Une compréhension fine de l'application de ces modifications dans le temps, au regard des opérations déjà réalisées et des opérations nouvelles, est donc essentielle en pratique.

A. Le principe général de non-rétroactivité

Le Considérant 18 du Règlement titrisation apporte des précisions utiles sur l'application de l'article 4 dans le temps. Il dispose : « Si, à la date à laquelle il est procédé à un réexamen du présent règlement, une liste spécifique de l'Union énumérant les juridictions de pays tiers qui refusent de se conformer aux normes de bonne gouvernance en matière fiscale a été adoptée, il convient de tenir compte de ladite liste de l'Union, qui pourrait devenir la liste de référence pour les pays tiers dans lesquels les SSPE ne sont pas autorisées à s'établir. » En visant particulièrement le cas de changement de la liste (à l'origine s'agissant des normes de gouvernance fiscale, mais le principe peut être étendu aux autres listes), ce texte établit le principe que son application se fait pour l'avenir, à compter du moment où la référence à une liste est ajoutée au texte de l'article 4 ou du moment où un pays fait son entrée sur l'une des listes pertinentes.

17 - Voir conclusions du Conseil relatives à la liste révisée de l'UE des pays et territoires non coopératifs à des fins fiscales (2022/C 103/01), *op. cit.*

18 - Voir Règlement (UE) 2021/557 du Parlement européen et du Conseil du 31 mars 2021, *op. cit.*

L'article 4 trouvera ainsi à s'appliquer aux transactions (comme l'établissement ou le fait de devenir sponsor d'un SPV ou l'acquisition d'une position de titrisation) postérieures à l'ajout au texte de la référence à la liste ou l'ajout du pays concerné à la liste ainsi visée.

S'agissant toutefois de la liste grise, on notera que son application ne concerne que les SPV établis à partir du 9 avril 2021. Une position de titrisation acquise (par exemple sous forme d'acquisition de titres) postérieurement à cette date par un investisseur institutionnel ne sera donc pas concernée par l'obligation déclarative si le SPV a été établi avant le 9 avril 2021.

B. Application aux opérations en cours et considérations pratiques

L'application des principes de l'article 4 aux opérations en cours a fait naître un certain nombre de questions pratiques.

Si l'on prend l'hypothèse d'un investissement dans une titrisation par un investisseur institutionnel antérieurement à la date de modification d'une liste noire, l'investisseur institutionnel européen concerné ne sera pas dans l'obligation de céder cette position de titrisation. Toutefois, s'il souhaitait céder cet investissement, un autre investisseur européen ne pourrait pas l'acquérir, ce qui affectera significativement la liquidité du marché.

Certaines opérations prévoient néanmoins l'exécution de certaines obligations par l'investisseur après la date de modification de la liste. Il est alors nécessaire de distinguer deux cas de figure.

Si l'obligation concernée consiste à faire de nouveaux paiements au SPV (par exemple en souscrivant de nouveaux titres, libérant une souscription déjà conclue, ou en mettant des fonds à disposition au titre d'un crédit déjà conclu) en exécution d'un engagement déjà souscrit, de telle sorte que l'investisseur ne fait qu'exécuter une obligation contractuelle préexistante, il faut considérer qu'il n'y aura pas création d'une position de titrisation nouvelle et l'exécution de l'engagement pourra être poursuivie, en appliquant néanmoins les diligences accrues applicables, le cas échéant, à toute relation avec un pays à haut risque. Le même principe s'appliquera à la perception d'intérêts payés par le SPV à l'investisseur.

Pour les opérations conclues antérieurement mais dont l'exécution se poursuit postérieurement à l'ajout d'un pays à une liste sans qu'il existe un engagement pré-existant, on doit pouvoir alors considérer qu'il y a création d'une position de titrisation nouvelle entraînant l'application des restrictions de l'article 4, qu'il s'agisse d'une interdiction pure et simple (liste noire) ou d'une obligation déclarative (liste grise), selon le cas.

***

Comme souvent lorsqu'il s'agit de l'application du Règlement titrisation, les principes d'application qui se voulaient simples – et sans doute empreints d'intention louables s'agissant de juridictions peu recommandables ou souhaitables – se sont heurtés à la variété des situations pratiques et à la complexité de leur dénouement. On voit là une nouvelle illustration de la difficulté qu'il y a à réguler une matière, d'importance si hautement stratégique, qui nécessite une approche très fine pour que son encadrement emporte la conviction de la sécurité et de l'efficacité.

Infractions financières (Délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles)

Éric Dezeuze
Avocat à la Cour, Cabinet Bredin-Prat

Nicolas Rontchevsky
Agrégé des Facultés de droit
Professeur à l'Université de Strasbourg

Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.50, inédit

MOTS-CLÉS : Délit d'initié. Preuve de la détention de l'information privilégiée. Méthode du faisceau d'indices. Éléments précis graves et concordants conduisant à retenir que seule la possession d'une information privilégiée est de nature à expliquer les opérations du prévenu. Absence de nécessité pour les juges du fond de déterminer les circonstances par lesquelles le prévenu a pu entrer en possession de l'information.

Résumé

En matière de délit d'initié par utilisation d'une information privilégiée, prévu et réprimé par l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, les juges d'appel peuvent, pour établir la détention d'une information privilégiée, relever un ensemble d'éléments précis, graves et concordants fondés sur la chronologie des investissements, leur rapidité, le volume significatif des achats, son impact sur le cours d'un titre peu liquide, ainsi que les justifications peu convaincantes des opérations sur un titre sur lequel il n'avait jamais investi et retenir que seule une information privilégiée, quand bien même son origine n'a pu être déterminée, est de nature à expliquer les achats des titres par le prévenu. Il n'est alors pas nécessaire pour la cour d'appel de détailler les circonstances par lesquelles l'information privilégiée est parvenue à la personne poursuivie.

1. La question de la preuve des opérations d'initié anime ces colonnes avec lancinance et traduit les irritations récurrentes de bien des commentateurs. Nous avons eu de nombreuses occasions de nous faire ici l'écho des passions doctrinales que soulève l'usage de la méthode du faisceau d'indices par l'AMF et ses juridictions de recours pour rapporter la preuve de la possession ou de l'utilisation d'une information privilégiée[1]. Aujourd'hui, et de longue date, le champ et la portée de la preuve des manquements d'initiés par faisceau d'indices sont bien connus et encadrés[2] : « À défaut de preuve tangible, la détention, la transmission et l'utilisation d'une information privilégiée ou encore la recommandation d'acquérir des titres sur la base de celle-ci peuvent être démontrées en ayant recours à un faisceau d'indices graves, précis et concordants, duquel il résulte que seule la détention d'une information privilégiée peut expliquer les opérations auxquelles la personne mise en cause a procédé, sans que la poursuite ne soit tenue d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue

1 - V. sur ce thème, nos précédentes chroniques dans cette revue, n° 3/2007, p. 160 ; n° 1/2008 p. 86 ; n° 3/2008, p. 114 ; n° 4/2008, p. 143 ; n° 3/2009, p. 134 ; n° 2/2010, p. 137 ; n° 1/2011, p. 145 ; n° 3/2012, p. 123 ; n° 1/2016, p. 82 ; n° 4/2016, p. 104.

2 - Sur cette méthode, cf. notamment K. Deckert et N. Rontchevsky, *La preuve de la détention et de l'utilisation d'une information privilégiée par la méthode du faisceau d'indices*, *in* Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre ; *Autour du droit bancaire et financier et au-delà*, Joly, 2017, p. 271 ; D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, R. Salomon et M. Françon, en collaboration avec G. Rivière, *Les Abus de Marché*, 2e éd. 2021, LexisNexis, Droit et professionnels, n° 238 et s. ; N. Ida, *La preuve devant l'Autorité des marchés financiers*, Dalloz 2022, n° 59 s.

à la personne qui l'a utilisée, transmise ou qui a formulé une recommandation sur son fondement. Le rapprochement de ces indices doit établir ces faits sans équivoque, tout doute profitant nécessairement à la personne poursuivie »[3]. La confrontation délicate de ces règles avec les principes de la présomption d'innocence et ceux de la charge de la preuve en cette matière répressive est bien connue, tout comme le sont les réserves qu'elle a pu susciter d'une partie de la doctrine et des praticiens[4].

Néanmoins, et de façon remarquable, cette démarche probatoire a été récemment adoptée par des tribunaux pénaux dans des procès pour délit d'initié. Les juridictions correctionnelles ont ainsi expressément appliqué de la méthode du faisceau d'indices pour peser l'existence de l'infraction d'utilisation ou de communication illicites d'une information privilégiée[5].

2. L'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 30 mars 2022, que nous commentons ici, nous apporte une représentation de cette tendance. Cette décision, qui n'a pas eu les honneurs d'une publication au Bulletin de la Cour, ne grave aucun principe du droit des abus de marché, mais illustre bien, dans le champ pénal cette fois, les contours d'une méthode solidement éprouvée.

3. La décision de la Cour de cassation ne détaille guère les faits qui ont conduit à la condamnation du prévenu. L'anonymisation, qui porte sur l'identité du prévenu mais aussi sur la dénomination des sociétés dont les titres ont fait l'objet des opérations critiquées, ne facilitera pas la tâche du lecteur. Retenons seulement que le prévenu, auteur du pourvoi, a été condamné du chef de délit d'initié par les premiers juges et par la cour d'appel pour avoir réalisé deux séries d'opérations boursières, séparées de plusieurs années et portant sur des titres différents. Ainsi, des achats avaient été réalisés en 2006 sur les titres d'une société cotée alors que, selon l'accusation, le prévenu aurait disposé, en dehors de ses fonctions, d'une information privilégiée sur le fait qu'un actionnaire significatif de cette société allait céder sa participation dans celle-ci. Comprenons donc que le prévenu n'était pas un initié primaire ou du second cercle[6]. Par ailleurs, en 2012, il aurait réalisé des achats – pour son compte et celui de tiers – d'actions d'une autre société en disposant, toujours en dehors de ses fonctions, d'une information privilégiée relative à la préparation d'une offre publique d'achat sur cette société.

4. Pour condamner l'intéressé pour délit d'initié sur chacune des deux séries d'opérations, l'arrêt de la Haute juridiction nous apprend que la cour d'appel avait retenu la chronologie respective des investissements de 2006 et de ceux de 2012, leur rapidité, leur volume significatif, leur impact sur le cours d'un titre peu liquide. Les juges d'appel ont au demeurant considéré comme peu convaincantes les explications que le prévenu avait avancées pour justifier ses transactions sur chacun des deux titres, sur lequel il n'avait jamais investi auparavant. Un élément remarquable ressort par reflet de l'arrêt de la Cour de cassation : les juges d'appel n'avaient relevé aucune source probable ou plausible de communication au prévenu d'une information privilégiée

3 - Cette formule, parfaitement synthétique, est empruntée à l'AMF, CDS 6 mars 2019, SAN-2019-02. Elle n'est que le prolongement de la jurisprudence alignée de la Cour de cassation (v. Cass. com., 1er juin 2010, RTDF n° 2/2010, p. 137, obs. B. Garrigues ; Bull. Joly Bourse 2010, § 38 , p. 298, note D. Schmidt ; Rev. soc. 2010, p. 587, note E. Dezeuze ; Cass. com., 6 septembre 2011, n° 20-11.564) et du Conseil d'État (CE, 6e et 1re ss-sect. réunies, 30 décembre 2010, n° 326987, publié au Recueil ; CE, 6 avril 2016, n° 374224, publié au Recueil).

4 - Sur ces critiques et leur appréciation, v. notamment l'éloquent réquisitoire de D. Bompoint, obs. à la R.D. bancaire et financier 2007, n° 168 ; v. également les réserves de C. Arsouze, au Bull. Joly Bourse 2007, § 108, p. 468.

5 - V. ainsi U. Delaunay-Weiss, 12e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2, *La détention de l'information privilégiée et ses conséquences* : Paris, 4 octobre 2019, évoquant la décision de première instance ayant pour la première fois appliqué la méthode du faisceau d'indices en matière de délit d'initié, intervention citée par N. Ida dans *La preuve du délit d'initié à l'épreuve de la présomption d'innocence*, La Semaine juridique Entreprise et Affaires n° 14, 7 avril 2022, 1150.

6 - V. pour ces notions, v. D. Martin et alt., *op. cit.*, §153 et s.

sur ces titres, et ils avaient admis que l'origine des informations privilégiées qui lui seraient parvenues en 2006 ou en 2012 n'avait pas pu être déterminée. Mais cette carence avait été palliée par le recours à la méthode du faisceau d'indices. Les moyens de cassation rapportés par l'arrêt du 30 mars 2022 nous apprennent que la cour d'appel avait ainsi relevé pour chacune des séries d'opérations critiquées : « la détention de cette information privilégiée peut être établie par un faisceau d'indices graves, précis et concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les opérations réalisées sans avoir à déterminer précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée ».

5. Se considérant condamné sur la base de bien fragiles éléments, le prévenu se pourvoit en cassation et soulève notamment deux séries de moyens, relevant essentiellement de la preuve défaillante de l'infraction.

I. La méthode du faisceau d'indices n'est pas contraire à la présomption d'innocence

6. Consacrons une rapide digression à la première salve des arguments de cassation, fondée sur la violation de la présomption d'innocence qu'induit le recours à la méthode du faisceau d'indices. Une question prioritaire de constitutionnalité avait été soulevée par le prévenu, qui déplorait le fait que la détention d'une information privilégiée pût être établie par faisceau d'indices sans avoir à déterminer précisément les circonstances dans lesquelles cette information était parvenue jusqu'à son utilisateur. Elle était formulée en ces termes : « L'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, tel qu'interprété de manière constante par la Cour de cassation, en ce qu'il permet de déclarer une personne coupable de faits d'utilisation d'informations privilégiées pour réaliser une opération sur les instruments financiers, sur la base d'indices graves, précis et concordants dont il résulte que cette personne a bien bénéficié d'une information privilégiée et l'a utilisée pour réaliser ou faire réaliser des opérations financières, méconnait-il le principe constitutionnel de présomption d'innocence tel que garanti par l'article 9 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789 dès lors qu'il impose à la personne poursuivie de rapporter la preuve d'un fait négatif pour renverser la présomption résultant de ce faisceau d'indices, à savoir l'absence de transmission et d'utilisation d'une telle information ? ».

7. La Chambre criminelle a filtré cette question par un arrêt du 15 décembre 2021[7]. La question n'était pas sérieuse, pour les juges du Quai de l'Horloge, dès lors que « la présomption de culpabilité remplit les quatre conditions, permettant sa compatibilité avec la présomption d'innocence, telles que le Conseil constitutionnel les a posées dans sa décision du 16 septembre 2011, n° 2011-164 QPC. (…) En effet, d'une part, cette présomption peut être écartée en rapportant la preuve de l'absence d'utilisation d'une information privilégiée ou en renversant les éléments sur laquelle elle se fonde. (…) D'autre part, cette présomption ne porte pas atteinte à l'exercice des droits de la défense. (…) Ensuite, l'ensemble des éléments précis, graves et concordants dont est tirée la présomption induisent raisonnablement la vraisemblance de l'imputation de l'infraction au prévenu. (…) Enfin, la culpabilité ne résulte pas de la seule imputation matérielle d'actes pénalement sanctionnés mais découle des circonstances de commission de ceux-ci dont il ressort que les agissements incriminés ne sauraient être le fruit du hasard ni des seules compétences du prévenu. » Cet arrêt a été excellemment commenté par ailleurs[8], et nos lecteurs pourront se reporter aux éclairantes réflexions qu'il suscite.

7 - Cass. crim., 15 décembre 2021, n° 21-83.500, Dr. pén. 2022, comm. 32, obs. J.-H. Robert ; Dr. sociétés 2022, comm. 23, obs. R. Salomon ; N. Ida, *La preuve du délit d'initié à l'épreuve de la présomption d'innocence*, La Semaine juridique Entreprise et Affaires n° 14, 7 avril 2022, 1150.

8 - V. le commentaire précité de N. Ida à la Semaine juridique Entreprise et Affaires n° 14 du 7 avril 2022.

L'absence de transmission de la question prioritaire de constitutionnalité a donc privé d'objet les premiers moyens de cassation.

II. Adoption de la méthode du faisceau d'indices pour prouver le délit d'initié

8. Le prévenu contestait alors sa condamnation au motif que le recours des juges du fond à la méthode du faisceau d'indices, qui peut permettre de déduire l'utilisation de l'information privilégiée de circonstances précises et concordantes, ne les dispensait pas de néanmoins caractériser l'existence d'un circuit probable ou plausible de communication de cette information. Ainsi, en se fondant uniquement, pour condamner le prévenu, sur la chronologie de ses investissements, leur rapidité, leur volume significatif, leur impact sur le cours d'un titre peu liquide et ses justifications peu convaincantes sur un titre sur lequel il n'avait jamais investi, mais sans relever aucune source probable ou plausible de communication en sa faveur d'une information privilégiée sur ces titres, la cour d'appel avait privé sa décision de base légale au regard de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier qui incrimine le délit d'initié et de l'article 6§2 de la Convention européenne des droits de l'homme qui garantit le droit à la présomption d'innocence.

9. Le pourvoi est rejeté, après que la Cour a vérifié que les juges d'appel avaient suffisant motivé les éléments de preuve qui avaient pu fonder la caractérisation du délit.

Ainsi, pour ce qui concerne les premières opérations critiquées, réalisées en 2006, la Cour relève que les juges du fond avaient retenu que le prévenu ne s'est jamais intéressé, jusqu'au mois de janvier 2006, à l'action concernée, avant que l'une de ses connaissances, qui avait elle aussi réalisé des transactions importantes sur ce titre, lui avait expliqué que l'action avait connu des mouvements inhabituels et qu'il avait su que le PDG de la société rachetait ses propres actions. Les juges d'appel avaient en outre retenu qu'existait un ensemble d'éléments précis, graves et concordants fondés sur la chronologie des investissements, leur rapidité, les modalités de passage des ordres, le volume des achats, les montants conséquents investis au regard des disponibilités, suffisant à établir que seule une information privilégiée était de nature à expliquer les achats du prévenu.

10. Pour ce qui est des opérations réalisées par le prévenu en 2012, la Cour de cassation relève que les juges d'appel ont retenu qu'il n'avait jamais investi sur le titre concerné auparavant et qu'il a continué ses achats en dépit de la publication par l'émetteur d'un résultat trimestriel en baisse ; le prévenu avait ainsi acquis une quantité relativement importante de ces titres quelques jours avant que l'émetteur et une seconde société eurent annoncé entrer en négociation pour l'acquisition du contrôle de l'émetteur. Les juges d'appel en concluent ici encore à l'existence d'éléments précis, graves et concordants fondés sur la chronologie des investissements, leur rapidité, le volume significatif des achats, son impact sur le cours d'un titre peu liquide, les justifications peu convaincantes des opérations sur un titre sur lequel il n'avait jamais investi pour retenir que seule une information privilégiée est de nature à expliquer ces achats. Pour la Cour de cassation, la cour d'appel n'a méconnu aucun des textes visés au pourvoi, « dès lors qu'ayant établi que le prévenu disposait d'une information privilégiée, elle n'était pas tenue de détailler les circonstances par lesquelles elle était parvenue à celui-ci ».

11. On le constate, la motivation de la Cour est ramassée, ce qui est compréhensible dès l'instant où il s'agissait bien plus ici de vérifier la qualité de la motivation par les juges d'appel de la culpabilité retenue, que d'apprécier la violation d'une règle de fond du droit du délit d'initié. Retenons néanmoins deux enseignements de cette décision.

12. Nous relèverons d'abord que notre affaire confirme une adoption par le juge pénal

en matière de délit d'initié de la méthode du faisceau d'indices ainsi que la mise en œuvre d'une démarche probatoire tout à fait comparable à celle adoptée par l'AMF et les juridictions de recours. L'on retrouve dans la motivation de la cour d'appel les types d'indices classiquement articulés par l'AMF et les juridictions de recours dans le cadre de cette méthode : cohérence de l'investissement réalisé avec les habitudes d'investissement de l'opérateur (nature des titres et secteur d'activité de l'émetteur concernés, volume absolu ou relatif de l'investissement, rapidité de la constitution de la ligne d'investissement), ainsi qu'absence d'explication crédible justifiant l'opération[9]...

13. Bien plus remarquable est l'adoption expresse par la Cour de cassation d'une solution déjà retenue en matière de manquement d'initié par les juridictions de recours : dès lors que sont caractérisés des indices suffisamment graves et concordants conduisant à conclure que seule une information privilégiée est de nature à expliquer les opérations, il n'est pas indispensable que l'origine de l'information soit identifiée, ni que les juges aient à détailler les circonstances par lesquelles elle est parvenue à la personne mise en cause[10]. C'est ici l'un des aspects des présomptions induites par la méthode du faisceau d'indices qui peut soulever quelque préoccupation. Alors que la détention de l'information privilégiée par la personne poursuivie n'est pas matériellement prouvée mais déduite d'éléments épars, peu importerait de déterminer quelle serait la source de cette information ou par quel cheminement elle serait arrivée en possession de l'opérateur suspecté… L'on comprend donc les exhortations au maniement précautionneux et raisonnable de cette technique probatoire[11].

14. Il est intéressant de voir les juges pénaux revendiquer en matière de délit d'initié l'adoption d'une méthode probatoire spécifique, dont les ressorts ont été prétoriennement dégagés et systématisés par l'AMF et ses juridictions de recours. Règne pourtant en matière pénale le principe de la preuve légale et libre, appréciée à l'aune de l'intime conviction du juge[12], laquelle pourrait le dispenser de théoriser ou définir la méthode qui l'a conduit à forger cette conviction. Pour paraphraser la sublime formule de l'article 353 du Code de procédure pénale propre à la Cour d'assises, « sous réserve de l'exigence de motivation de la décision, la loi ne demande pas compte [aux juges] des moyens par lesquels ils se sont convaincus, elle ne leur prescrit pas de règles desquelles ils doivent faire particulièrement dépendre la plénitude et la suffisance d'une preuve ; elle leur prescrit de s'interroger eux-mêmes dans le silence et le recueillement et de chercher, dans la sincérité de leur conscience, quelle impression ont faite, sur leur raison, les preuves rapportées contre l'accusé, et les moyens de sa défense. La loi ne leur fait que cette seule question, qui renferme toute la mesure de leurs devoirs : «Avez-vous une intime conviction ?» » Encadrer le raisonnement du juge dans une méthode probatoire serait donc presque une garantie par rapport au risque d'arbitraire que porte la subjectivité de l'intime conviction.

15. Au final, les réflexions appelées par l'arrêt commenté remémorent un singulier constat : les présomptions (certes réfragables) font florès en matière de délit

9 - V. D. Martin et alt., *op. cit.*, § 249 et s.

10 - AMF, CDS 10 avril 2008, SAN-2008-15 ; 14 décembre 2018, SAN-2018-17 ; CE, 6e et 1re SSR, 6 avril 2016, n° 374224, publié au Recueil.

11 - N. Ida, comm. préc. à la Semaine juridique Entreprise et Affaires n° 14 du 7 avril 2022 ; H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet, obs. sous CA Paris, 1re ch., sect. H, 8 avril 2009 : « on peut finir par prétendre tout démontrer de présomption en présomption, d'indice en indice ».

12 - Sur le principe d'intime conviction du juge en matière correctionnelle, v. art. 427 du Code de procédure pénale : « Hors les cas où la loi en dispose autrement, les infractions peuvent être établies par tout mode de preuve et le juge décide d'après son intime conviction ».

d'initié : présomption (simple) de détention d'une information privilégiée par les initiés primaires[13] ; présomption (simple) pour tous les initiés de détention de l'information privilégiée dès lors que des indices graves et concordants ne permettent d'expliquer l'opération critiquée que par la possession d'une telle information ; présomption (simple) d'utilisation de l'information privilégiée[14] (dont la détention a pu être elle-même présumée…). L'accumulation pourrait irriter le pénaliste classique, attaché à la présomption d'innocence et à la preuve de la culpabilité pesant sur l'accusation. Elle ravira les contempteurs des excès de la finance ou les brandisseurs de piques en quête de têtes poudrées. Et elle ne sortira pas de son désabusement tranquille le praticien de la défense pénale, qui sait qu'il est toujours prudent de prouver l'innocence de celui qui n'a rien à se reprocher.

E.D.

Cass. crim., 13 avril 2022, n° 20-83.524 F-D, X et autres c/ Ministère public

MOTS-CLÉS : Information du public. Délit de fausse information du marché. Délit de présentation de comptes inexacts. Principe Ne bis in idem. Cumul de poursuites administratives et pénales. Indifférence des intérêts protégés. Faits différents en substance. Caractère accessoire de l'action civile.

Résumé : C'est à tort que la cour d'appel s'est fondée, pour écarter l'application du principe Ne bis in idem, sur le motif que les poursuites administratives de l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour manquement à l'information du public et les poursuites pénales pour les délits de présentation de comptes inexacts visaient des intérêts protégés différents. Mais il résulte des préventions ainsi que des constatations de la cour d'appel que les poursuites pénales du chef de présentation de comptes annuels inexacts, ainsi que celles de faux et usage, se fondent sur des faits différents en substance de ceux qui ont été sanctionnés par l'autorité administrative au titre des manquements en matière d'information du marché.

La notification des griefs par l'AMF pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses, si elle entraîne l'extinction de l'action publique pour le délit de diffusion d'informations trompeuses, ne saurait donc avoir pour effet d'éteindre l'action publique pour les délits de faux et usage, et de présentation de comptes annuels inexacts.

Pour statuer sur l'action civile, la cour d'appel énonce que la sanction administrative de l'AMF, confirmée par la cour d'appel de Paris, a établi l'existence des manquements à l'information du public et leur imputabilité aux dirigeants et à la personne morale, caractérisant, sans qu'il soit nécessaire de reprendre les motivations de la décision, l'existence d'une faute, qui peut être le fondement de l'action indemnitaire des parties civiles. Elle conclut que l'ensemble des prévenus a commis une faute qui est en lien direct avec le préjudice des parties civiles, qu'il s'agisse d'une faute civile du chef de diffusion d'informations trompeuses ou d'une faute pénale du chef de présentation de comptes inexacts et de faux. En se déterminant ainsi, sans s'être préalablement prononcée sur l'extinction de l'action publique concernant le délit d'informations fausses ou trompeuses ou de complicité de ce délit du fait de l'entrée en vigueur de l'article L. 465-3-6, IX du Code monétaire et financier, issu de la loi du 21 juin 2016 portant réforme du système de répression des abus de marché, retenue par les premiers juges, la cour d'appel a méconnu l'article 3 du Code de procédure pénale et le principe selon lequel les tribunaux répressifs ne sont compétents pour connaître de l'action civile en réparation du dommage né d'une infraction qu'accessoirement à l'action publique.

***

En souvenir du professeur Frédéric Stasiak, spécialiste du droit pénal des affaires et des infractions boursières, décédé brutalement le 27 janvier 2022.

13 - C. mon. fin, art. L. 465-1 al. 1er. D. Martin et alt, *op. cit.*, §154.

14 - Cass. crim., 8 juillet 2015, n° 14-84.562, publié au Bull.

***

1. Les arrêts rendus par la Chambre criminelle de la Cour de cassation en matière de délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses (délit de fausse information du marché, réprimé par l'article L. 465-3-2 du Code monétaire et financier)[15] sont rares et doivent être signalés dans les colonnes de cette chronique. L'arrêt rapporté, rendu le 13 avril 2022, mérite d'autant plus de retenir l'attention que, dans le cadre d'une très longue affaire où se sont succédé poursuites et sanctions administratives de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et poursuites pénales, il se prononce, d'une part, sur l'application du principe *Ne bis in idem* et, d'autre part, sur l'action civile tendant à la réparation du préjudice causé par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

2. En l'occurrence, à la suite d'une enquête initiale de la Commission des opérations de bourse (dont l'AMF a pris la suite), ainsi que d'une enquête puis d'une information judiciaires, des dirigeants d'une société cotée sur le marché réglementé d'Euronext-Paris se sont vu reprocher d'avoir eu recours à des irrégularités comptables, dans le but de majorer artificiellement le chiffre d'affaires et le résultat, en enregistrant en comptabilité un chiffre d'affaires inexistant, et en s'abstenant de comptabiliser certaines provisions. Par une décision du 29 mars 2007, la Commission des sanctions de l'AMF a infligé, en application de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier et de l'ancien article 632-1 du Règlement général de l'AMF, des sanctions administratives du chef de manquement à l'information du public à cette société et à plusieurs de ses dirigeants. La cour d'appel de Paris a confirmé ces sanctions par un arrêt définitif du 27 mai 2008.

3. À l'issue de l'information judiciaire, la société et plusieurs de ses dirigeants ont été renvoyés devant le Tribunal correctionnel de Paris, des chefs de différents délits (diffusion d'informations fausses ou trompeuses, faux et usage, et présentation de comptes annuels inexacts) qui sont réprimés respectivement par l'article L. 465-2-3 du Code monétaire et financier (L. 465-2 à l'époque des faits), l'article L. 441-1 du Code pénal et l'article L. 242-6, 2° du Code de commerce. Par jugement du 30 mars 2017, le tribunal correctionnel a prononcé leur relaxe. Mais, sur appel du ministère public, la cour d'appel de Paris, par un arrêt infirmatif du 10 mars 2020, (i) a condamné la société pour faux et usage à 100 000 euros d'amende, (ii) a condamné un premier dirigeant, pour présentation de comptes annuels inexacts et complicité de faux et usage, à deux ans d'emprisonnement avec sursis et un deuxième dirigeant pour présentation de comptes inexacts et complicité de faux et usage, à un an d'emprisonnement avec sursis, et (iii) s'est prononcée sur les intérêts civils.

4. L'arrêt rapporté, statuant sur le pourvoi en cassation formé par les prévenus à l'encontre de cette décision, présente l'originalité de renfermer une triple censure de la motivation mais seulement une double cassation de la décision attaquée. La Chambre criminelle accueille, en effet, les pourvois en cassation formés par les prévenus en pointant la violation par les juges du fond de textes et principes fondamentaux tant s'agissant de l'action publique (**I**) qu'en ce qui concerne l'action civile (**II**).

I. Sur l'action publique et l'application du principe *Ne bis in idem*

5. La Chambre criminelle se prononce d'abord sur deux moyens, d'inégal intérêt pour les lecteurs de cette chronique. Le premier moyen, invoqué par un seul prévenu, faisait grief aux juges d'appel de l'avoir déclaré coupable de complicité de faux et d'usage faux après avoir mis dans le débat une requalification possible en complicité de présentation de comptes inexacts et de faux, concernant l'ensemble des prévenus

15 - V. notamment D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, R. Salomon, M. Françon, en collaboration avec G. Rivière, *Les abus de marché,* LexisNexis, 2e éd., 2021, n° 264 et s. ; Lamy Droit pénal des affaires 2022, Délits boursiers, Chap. 9, *Le délit de fausse information du marché* par N. Rontchevsky, n° 2095 et s.

pour les sociétés dont ils n'avaient pas la qualité de mandataire social. Les juges du fond avaient ainsi retenu qu'il était établi que ce prévenu, en demandant la création de factures à établir à l'automne 2002 aux comptables des deux sociétés concernées, s'était rendu complice du délit de faux, et ils avaient requalifié les faits de faux et d'usage de faux pour les sociétés S et A qui lui étaient initialement reprochés, en complicité de faux et d'usage, et l'avaient déclaré coupable de ces délits.

6. La cassation est prononcée au visa de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme et des article préliminaire et 388 du Code de procédure pénale (pts. 32-34) : « S'il appartient aux juges répressifs de restituer aux faits dont ils sont saisis leur véritable qualification, c'est à la condition que le prévenu ait été mis en mesure de se défendre sur la nouvelle qualification envisagée… En se prononçant ainsi, alors que M. X, qui était directeur général de la société A et président du conseil d'administration de la société S, était mandataire social de ces sociétés, et qu'il ne résulte ni d'une autre mention de l'arrêt, ni des pièces de procédure, que le prévenu ait été invité à se défendre sur cette nouvelle qualification, la cour d'appel a méconnu les textes susvisés et le principe ci-dessus rappelé. »

7. Cette censure doit être pleinement approuvée. Si en application de l'article 388 du Code de procédure pénale, le tribunal correctionnel est saisi *in rem* des infractions relevant de sa compétence, il ne peut requalifier les faits qui lui sont soumis sans avoir permis au prévenu de se défendre sur cette nouvelle qualification, sauf à violer les droits de la défense garantis par l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme et l'article préliminaire du Code de procédure pénale[16].

8. De manière plus remarquable, un autre moyen, articulé par plusieurs prévenus, invoquait la violation du principe *Ne bis in idem*, consacré par plusieurs textes[17], par la cour d'appel qui avait exclu l'application de celui-ci en retenant que la poursuite du délit de présentation de comptes inexacts et du délit de faux, d'une part, et les poursuites déjà exercées antérieurement par l'AMF (en application de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier) pour manquement à l'information du public (qui ne concerne que les sociétés cotées), d'autre part, s'analysaient en des « poursuites mixtes visant des intérêts protégés différents » et que l'extinction de l'action publique pour le délit de diffusion d'information trompeuse (en raison des poursuites administratives engagées par l'AMF pour manquement à l'information du public[18]) était sans effet sur les délits de présentation de comptes inexacts et de faux. La Chambre criminelle refuse d'adhérer à ce raisonnement mais ne casse pas pour autant la décision des juges du fond sur ce point.

9. Elle affirme d'abord (pt. 24) que « c'est à tort que la cour d'appel s'est fondée, pour écarter l'application du principe *ne bis in idem*, sur le motif que les poursuites visaient des intérêts protégés différents ». Mais elle ajoute immédiatement (pts. 25-27) : « Toutefois, l'arrêt n'encourt pas la censure. Il résulte en effet des préventions ainsi que des constatations de la cour d'appel que les poursuites pénales du chef de présentation de comptes annuels inexacts, ainsi que celles de faux et usage, se fondent sur des faits différents en substance de ceux qui ont

16 - L'article préliminaire du Code de procédure pénale énonce notamment (I) : « La procédure pénale doit être équitable et contradictoire et préserver l'équilibre des droits des parties ».

17 - Le principe *Ne bis in idem* est posé par l'article 4 du Protocole n° 7 additionnel à la Convention européenne des droits de l'Homme (énonçant : « Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même État en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet État ») ; ce même principe est aussi posé par l'article 14, § 7 du Pacte international relatif aux droits civils et politiques adopté par les Nations Unies et par l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne. Ces différents textes étaient invoqués par les prévenus ; sur ce principe, V. notamment J. Lelieur-Fischer, *La règle ne bis in idem : du principe de l'autorité de la chose jugée au principe d'unicité d'action répressive*, Thèse Paris-I, 2005.

18 - Il résulte de la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015 (n° 2014-453/454 QPC et n° 2015-462 QPC, D. 2015, p. 894, note A.-V. Le Fur et D. Schmidt ; JCP 2015, 368, note F. Sudre ; 369, note J.-H. Robert ; Bull. Joly Bourse 2015, p. 204, note Th. Bonneau ; RD banc. fin. 2015, n° 63, obs. P. Pailler ; RTD com. 2015, p. 317, obs. N. R.) et de l'article L. 465-3-6, IX du Code monétaire et financier, issu de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, que des poursuites pénales ne peuvent plus être engagées pour un abus de marché, comme un délit de fausse information du marché, lorsque des poursuites administratives auront déjà été engagées pour les mêmes faits et à l'encontre de la même personne par une notification des griefs du Collège de l'AMF saisissant la Commission des sanctions sur le fondement des dispositions de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier.

été sanctionnés par l'autorité administrative au titre des manquements en matière d'information du marché. La notification des griefs par l'AMF pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses, si elle entraîne l'extinction de l'action publique pour le délit de diffusion d'informations trompeuses, ne saurait donc avoir pour effet d'éteindre l'action publique pour les délits de faux et usage, et de présentation de comptes annuels inexacts. »

10. La Chambre criminelle souligne ainsi que les « intérêts protégés » – qu'elle ne précise pas au demeurant – par les différentes incriminations en cause sont indifférents et inopérants pour l'application du principe *Ne bis in idem* alors qu'ils sont au contraire visés par le Conseil constitutionnel, qui retient une conception plus étroite de l'interdiction du cumul de poursuites sur le fondement du principe de nécessité des peines[19]. Le critère tiré de l'absence d'identité substantielle des faits fondant les poursuites est celui retenu par la Cour européenne des droits de l'Homme pour l'application de l'article 4 du Protocole n° 7 additionnel à la Convention européenne des droits de l'Homme[20] et la Chambre criminelle y adhère à juste titre dans l'arrêt rapporté. Ce critère conduit en l'occurrence à considérer que l'extinction de l'action publique pour le délit de fausse information, en raison des poursuites administratives antérieures de l'AMF pour manquement à l'information du public, ne peut pas s'étendre aux poursuites pénales pour les deux autres délits de faux et usage et de présentation de comptes inexacts, dès lors que celles-ci sont fondées sur des faits différents de ceux ayant été visés par lesdites poursuites administratives antérieures. En revanche, l'extinction de l'action publique pour le délit de fausse information rejaillit nécessairement sur l'action civile exercée du chef de ce même délit.

II. Sur l'action civile

11. La Chambre criminelle devait se prononcer sur le moyen d'un prévenu[21] qui critiquait aussi l'arrêt attaqué en ce qu'il l'avait condamné à payer, dans le cadre de l'action civile exercée en réparation des préjudices causés par le délit de fausse information, des dommages-intérêts, à une partie civile au titre d'une perte de chance, et à une autre partie civile au titre d'un préjudice moral.

12. Pour statuer sur l'action civile, la cour d'appel avait d'abord affirmé (ainsi que cela ressort des pts. 39-42 de l'arrêt rapporté) que le tribunal correctionnel, qui avait été saisi avant l'abrogation de la loi pénale, était compétent pour statuer sur les demandes des parties civiles et que, par l'effet dévolutif de l'appel, la cour était tenue de statuer sur les demandes des parties civiles sur le fondement de la diffusion d'informations trompeuses, quand bien même l'action publique de ce chef de prévention était éteinte. Elle avait ajouté qu'en l'absence de toute condamnation pénale du chef de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, la cour était tenue, en raison de la demande des parties civiles, de rechercher l'existence d'une faute civile. Elle avait encore relevé que les prévenus n'avaient pas été relaxés pour le délit de fausse information, l'absence de sanction pénale provenant de l'effet de l'abrogation de la loi, que les prévenus avaient été définitivement sanctionnés par l'AMF à ce titre, et qu'il n'était pas contesté que la responsabilité des personnes physiques en qualité de dirigeants de la société A, et celle de la personne morale, avaient été démontrées s'agissant de la diffusion des informations fausses et trompeuses. La cour d'appel avait enfin retenu que la sanction de l'AMF, devenue définitive après sa confirmation par la cour d'appel de Paris, avait établi

19 - V. notamment Cons. const., 18 mars 2015, n° 2014-453/454 QPC et n° 2015-462 QPC, préc. ; Cons. const., 14 janvier 2016, n° 25-513/514 et 526 QPC ; adde D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, R. Salomon, M. Françon, en collaboration avec G. Rivière, *Les abus de marché*, *op. cit*., n° 538-539.

20 - V. notamment CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie*, D. 2014, p. 2050, note A.-V. Le Fur et D. Schmidt ; Bull. Joly Bourse 2014, p. 209, n° 111h1, note J. Chacornac ; Dr. sociétés 2014, n° 87, note S. Torck ; RTDF n° 2/2014, p. 149, obs. N. R., concluant à une violation de l'article 4 du Protocole n° 7 en considérant que les requérants, qui avaient fait l'objet de sanctions administratives définitives, relevant de la matière pénale, du chef de la diffusion de fausses informations ont ensuite été poursuivis devant les juridictions pénales du chef d'une infraction ayant pour origine des faits identiques. Les requérants, qui avaient fait l'objet de sanctions administratives définitives, relevant de la matière pénale, du chef de la diffusion de fausses informations, ont ensuite été poursuivis devant les juridictions pénales du chef d'une infraction ayant pour origine des faits identiques ; V. encore CEDH, 6 juin 2019, n° 47342/14, *N. c/ France* ; comp. CEDH, 15 novembre 2016, nos 24130/11 et 29758/11, *A. et B. c/ Norvège*, considérant que l'article 4 du Protocole n° 7 n'exclut pas la conduite de procédures mixtes, pénales et administratives (pour fraude fiscale) pourvu que certaines conditions soient remplies, l'État devant notamment établir de manière probante que les procédures mixtes en question étaient unies par un lien matériel et temporel suffisamment étroit.

21 - Ce moyen était aussi soulevé d'office et mis dans le débat pour la société A et un autre prévenu.

l'existence des manquements administratifs et leur imputabilité aux dirigeants et à la personne morale, caractérisant ainsi, sans qu'il soit nécessaire de reprendre les motivations de la décision, l'existence d'une faute, qui pouvait être le fondement de l'action indemnitaire des parties civiles. Elle en avait conclu que l'ensemble des prévenus avait commis une faute en lien direct avec le préjudice des parties civiles, qu'il s'agisse d'une faute civile du chef de diffusion d'informations trompeuses ou d'une faute pénale du chef de présentation de comptes inexacts et de faux.

13. En d'autres termes, les juges du fond avaient considéré que l'existence d'une faute civile de nature à fonder l'action indemnitaire en réparation du préjudice causé par la diffusion d'informations trompeuses pouvait être déduite de la sanction prononcée par l'AMF du chef d'un manquement à l'information du public. Le pourvoi contestait précisément ce raisonnement en faisant valoir que, dans la mesure où elle était saisie du seul appel de la partie civile formé à l'encontre du jugement ayant constaté l'extinction de l'action publique du chef du délit de fausse information, la cour d'appel n'était pas compétente pour se prononcer sur la demande de réparation résultant de cette infraction.

14. La Chambre criminelle accueille ce moyen en cassant la décision d'appel sur ce point, au visa de l'article 3 du Code de procédure pénale. Elle énonce (pts. 37-38) : « Selon ce texte, les tribunaux répressifs ne sont compétents pour connaître de l'action civile en réparation du dommage né d'une infraction qu'accessoirement à l'action publique. Il s'en déduit que, lorsqu'elle est saisie du seul appel de la partie civil formé à l'encontre d'un jugement ayant constaté l'extinction de l'action publique et débouté l'intéressée de ses demandes, la cour d'appel n'est compétente pour se prononcer sur le droit à réparation de la partie civile à partir et dans la limite des faits objet de la poursuite, que si elle a préalablement constaté que c'est à tort que les premiers juges ont déclaré l'action publique éteinte. » Elle en conclut (pt. 43) : « En se déterminant ainsi, sans s'être préalablement prononcée sur l'extinction de l'action publique concernant le délit d'informations fausses ou trompeuses ou de complicité de ce délit du fait de l'entrée en vigueur de l'article L. 465-3-6, IX du Code monétaire et financier, issu de la loi du 21 juin 2016, retenue par les premiers juges, la cour d'appel a méconnu le texte susvisé et le principe ci-dessus rappelé. »

15. La Chambre criminelle précise enfin (pts. 45-46) la portée de la cassation prononcée qui est limitée à la déclaration de culpabilité des chefs de complicité de faux et d'usage de faux, ainsi qu'aux peines concernant l'un des prévenus et aux dispositions relatives aux intérêts civils concernant la société A et deux autres prévenus. Mais « pour une bonne administration de la justice », en application de l'article 612-1 du Code de procédure pénale[22], il est ordonné que l'annulation sur les dispositions civiles de l'arrêt d'appel aura aussi effet à l'égard des autres prévenus qui ne se sont pas pourvus.

16. La cassation, qui est d'une parfaite orthodoxie juridique, est donc prononcée, en application de l'article 3 du Code de procédure pénale[23], sur le seul fondement du *caractère accessoire de l'action civile* et de la compétence de la cour d'appel lorsqu'elle statue sur cette action indemnitaire[24], qui lui impose de se prononcer au préalable sur une extinction de l'action publique du délit dont la réparation est demandée. Ainsi, en l'espèce, la cour d'appel ne pouvait pas statuer sur l'action civile en réparation du préjudice causé par le délit de fausse information[25] sans examiner si l'action publique de ce chef n'avait pas été éteinte par l'application de l'article L. 465-3-6, IX du Code monétaire et financier, introduit par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 portant réforme du système de répression des abus de marché, qui a exclu le cumul de poursuites administratives et pénales pour les

22 - L'article 612-1, alinéa 1 du Code de procédure pénale énonce qu'« [E]n toute matière, lorsque l'intérêt de l'ordre public ou d'une bonne administration de la justice le commande, la Cour de cassation peut ordonner que l'annulation qu'elle prononce aura effet à l'égard des parties à la procédure qui ne se sont pas pourvues. »

23 - L'article 3 du Code de procédure pénale, rédigé en deux alinéas, dispose : « L'action civile peut être exercée en même temps que l'action publique et devant la même juridiction. Elle sera recevable pour tous chefs de dommages, aussi bien matériels que corporels ou moraux, qui découleront des faits objets de la poursuite. »

24 - Comme le souligne B. Bouloc (*Droit pénal général*, Dalloz, 27e éd., 2021, n° 36), « l'action civile de la victime porte sur un préjudice d'origine délictueuse ; elle apparait de ce fait comme un complément de la répression, elle prolonge l'effet répressif de la condamnation ».

25 - Sur l'exercice de l'action civile en matière de fausse information du public, V. Lamy Droit pénal des affaires 2022, *Le délit de fausse information du marché, op. cit.*, n° 2137.

mêmes faits en matière d'abus de marché[26]. Il en résulte aussi qu'en cas d'extinction de l'action publique du chef du délit de fausse information, la cour d'appel ne peut pas indemniser le préjudice des parties civiles en se fondant sur une faute civile qui serait déduite du prononcé par l'AMF d'une sanction administrative du chef d'un manquement à l'information du public. Autrement dit, lorsqu'elle statue sur l'action civile du chef d'un délit de fausse information du marché, la cour d'appel ne peut pas allouer une réparation, lorsque l'action publique du chef du même délit est éteinte, en se fondant sur un manquement administratif.

17. L'arrêt rapporté ne remet donc pas en cause la solution selon laquelle un manquement administratif, et en particulier un manquement d'abus de marché sanctionné par l'AMF, peut constituer une faute civile, au sens de l'article 1240 du Code civil[27]. La prochaine réforme de la responsabilité civile devrait du reste le confirmer clairement puisque la proposition de loi déposée au Sénat le 29 juillet 2020 énonce (article 1241 du Code civil) que « constituent une faute la violation d'une prescription légale ou réglementaire, ainsi que le manquement au devoir général de prudence ou de diligence ». Au-delà, il serait même cohérent de considérer que tout manquement à la réglementation financière, et notamment au règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014 (règlement Abus de marché ou MAR) ou au Règlement général de l'AMF, est nécessairement constitutif d'une *faute civile* susceptible d'engager la responsabilité civile de son auteur[28] devant la juridiction civile ou commerciale compétente (qui devra cependant constater le préjudice et le lien de causalité entre celui-ci et la faute), puisque la Commission des sanctions de l'AMF ne peut pas statuer sur une demande de réparation d'un préjudice résultant d'un manquement administratif ou disciplinaire[29].

18. En définitive, l'arrêt rapporté retient une juste conception du principe Ne bis in idem et apporte une remarquable précision quant à l'exercice de l'action civile en matière de délit de fausse information, et plus généralement d'abus de marché. Il faut savoir gré à la Chambre criminelle de veiller avec rigueur au respect de la légalité.

N.R.

26 - V. notamment les commentaires de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 portant réforme de la répression des abus de marché par Th. Bonneau, JCP E 2016, 1412 ; P. Pailler, RDBF 2016, n° 217, P.-H. Conac, Rev. sociétés 2016, p. 469 ; E. Dezeuze et N. Rontchevsky, RTDF n° 3/2016, p. 144.

27 - V. notamment Cass. com., 22 novembre 2005, n° 03-20.600 (affaire *Eurodirect Marketing*), Banque & Droit janvier-février 2006, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; RTD com. 2006, p. 445, obs. M. Storck, considérant que la faute civile peut être déduite d'un manquement à l'obligation d'information du public prévue par le règlement COB n° 98-07 alors même que ce manquement n'avait pas été sanctionné antérieurement, en l'espèce, par l'autorité de marché ; *adde* sur la caractérisation de la faute civile en matière de fausse information du marché, Lamy Droit pénal des affaires 2022, *Le délit de fausse information du marché, op. cit.*, n° 2138.

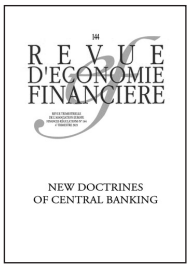
28 - V. très nettement en ce sens O. de Bailliencourt, obs. sur T. com. Paris, 7 juillet 2021, n° 2011027112, n° 2012033467, n° 2012029636, n° 2012056220, n° 2012028100 (affaire *Vivendi*), Dr. sociétés 2021, n° 135, qui considère que « rien ne s'oppose donc fondamentalement à ce que la qualification faite dans le cadre d'une procédure de sanction administrative s'impose au juge statuant sur la responsabilité civile ». L'auteur critique les cinq jugements ayant conclu à l'absence de faute civile de Vivendi malgré une communication financière ayant donné lieu à une sanction administrative de l'AMF ; V. aussi les fortes critiques de P.-H. Conac sur ces jugements à la Rev. sociétés 2022, p. 270, I, spéc. n° 18-20, qui développe aussi un remarquable « plaidoyer pour une évolution du régime juridique de la réparation du préjudice boursier ».

29 - V. plus généralement sur cette question la thèse de J. Prorok, *La responsabilité civile sur les marchés financiers,* LGDJ, 2019, préf. H. Synvet.

BIBLIOGRAPHIE

Émilie Marcon

I. Sélection d'ouvrages en droit français



Association d'économie financière
Revue d'économie financière, 4e trimestre 2021 N°144
Les nouvelles doctrines des banques centrales

Association d'Économie Financière
Avril 2022

Les doctrines des banques centrales sont-elles inchangées après la pandémie ou sont-elles en train d'évoluer vers un modèle de sortie de crise ?
Ce thème est central pour penser l'avenir des systèmes financiers dans le monde.

Benoit Fernandez-Riou
Le trader privé
Le particulier sur les marchés d'actions, indices, matières premières, forex et cryptos

Gualino – 4e édition
Juin 2022

Ce livre répond concrètement aux interrogations auxquelles chaque trader privé se trouve un jour confronté. Est-il réellement possible de battre le marché ? Un privé a-t-il les mêmes armes qu'un professionnel ? Comment s'y prendre concrètement ? Peut-on vivre, doit-on vivre du trading ? Finalement qu'est-ce qu'un trader vient chercher sur le marché ?
Cet ouvrage a pour objet de transmettre ce qui manque réellement à tous ceux qui souhaitent devenir de bons traders, c'est-à-dire des traders gagnants sur le long terme : savoir être directionnel, donc prendre des risques sur des convictions ; rester discrétionnaire, par une combinaison de techniques ; inclure un caractère qualitatif, qui s'ajoute à la dimension quantitative ; travailler pour son compte-propre, donc uniquement pour soi-même ; et surtout se révéler véritablement trader dans l'âme. Cet ouvrage vous aidera à aller à l'encontre de certains consensus, vous fera oublier quelques idées reçues, et vous permettra d'adopter des modes de pensée parfois différents afin de vous concentrer sur des aspects essentiels et souvent peu développés par ailleurs. Vous ne trouverez pas dans ces pages de méthode miraculeuse prête à l'emploi, mais bien davantage, et notamment une approche comportementale, une exploitation de la méthode et un angle d'attaque concernant la gestion des risques.

Benoît Fernandez-Riou*, spécialiste des marchés financiers et expert du marché des devises, est consultant Banque & Finance, et également trader privé pour compte propre.*

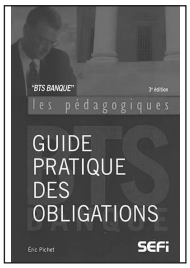
Anthony Maymont
La compliance en droit bancaire et financier

Mare & Martin
Juin 2022

La maîtrise de la liberté contractuelle du banquier, qui est essentielle pour atteindre l'objectif de stabilité du système financier, doit être complétée par une perception nouvelle de notre culture juridique. Jusqu'à présent, le droit dictait aux entreprises et aux banquiers de s'éloigner de pratiques répréhensibles pour échapper à toute sanction. Or, la compliance va désormais au-delà en imposant aux banquiers de justifier qu'ils ont mis en œuvre les dispositifs nécessaires afin d'éviter l'apparition de telles pratiques. Partant, la sanction tend à s'effacer au profit d'une régulation de leurs comportements par les opérateurs, laquelle consiste en une anticipation et une adhésion au système de prévention et de détection des risques.

Anthony Maymont *est maître de conférences HDR à l'Université Clermont Auvergne, membre du Centre de recherche Michel de l'Hospital (UPR 4232).*

BIBLIOGRAPHIE



Éric Pichet
Guide pratique des obligations

Société éducative financière internationale - 3e édition
Mai 2022

Les marchés obligataires mondiaux ont connu, depuis le début des années quatre-vingt, une véritable révolution qui a profondément bouleversé les marchés obligataires français et européen. Si les obligations traditionnelles, comme la fameuse rente perpétuelle, ont disparu, le marché des OAT (obligations assimilables du Trésor) a connu un impressionnant essor tant en volume qu'en encours. À ce segment classique est venu s'ajouter un second étage de produits obligataires, comme les obligations convertibles, les obligations à bons de souscription en passant par les obligations indexées. Enfin, un troisième type de produits obligataires est apparu au tournant du XXIe siècle : il s'agit des dérivés de crédit, très largement utilisés par les nouveaux acteurs de la finance que sont les Hedge Funds. L'objectif de cette troisième édition du *Guide pratique des obligations* très largement remaniée depuis la dernière version de 2007 est de présenter aussi exhaustivement que possible les produits et les potentialités des obligations. Comme le *Guide pratique des options et du MONEP* (8e édition en 2018) et le *Guide pratique de la Bourse* (4e édition en 2019), l'approche d'Éric Pichet est toujours pragmatique. Après un nécessaire rappel historique et théorique, il expose clairement les modalités d'intervention sur les obligations en donnant systématiquement des exemples puisés dans l'actualité. Les différentes stratégies sur les obligations sont exposées en détail dans ce livre de référence, des plus simples aux plus complexes.

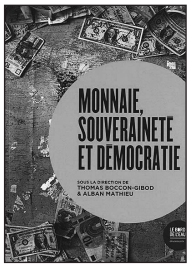
***Éric Pichet**, HEC, docteur en sciences de gestion et docteur en droit, est professeur de finance, chercheur associé au LAREFI de Bordeaux IV et expert en finance de marché, en économie monétaire, en économie fiscale et en gouvernance d'entreprise et publique.*

Camille Gouret
L'administration fiduciaire Contribution à l'étude de la fiducie
Tome 67

Defrénois
Juin 2022

Consacrée dans le Code civil en 2007, la fiducie est analysée en un mécanisme doublement translatif de propriété par la majeure partie de la doctrine et le législateur, au moins dans les travaux parlementaires. Le fiduciaire est alors qualifié de propriétaire, ordinaire ou imparfait, durant l'opération. Celui-ci devant uniquement agir en vue d'accomplir la mission qui lui a été confiée, son droit de propriété serait seulement limité par de multiples obligations, dont la nature varie selon les auteurs. Pourtant, élever le fiduciaire au rang de propriétaire en cours de contrat se heurte à de nombreuses objections, tant théoriques que pratiques. La présente étude tend, d'abord, à remettre en cause la ou plutôt les analyses « propriétaristes », et, ensuite, proposer une nouvelle approche de la fiducie à l'aune de l'affectation. En replaçant l'affectation voulue par les parties au contrat au cœur de l'opération, il est possible, de *lege ferenda*, de rendre au fiduciaire sa véritable place, celle d'un administrateur de patrimoine doté de pouvoirs propres. Le fondement alternatif avancé éclaire le régime applicable en le justifiant, le complétant et en améliorant, par ailleurs, l'efficacité de la fiducie et donc son attractivité.

***Camille Gouret** est maître de conférences en droit privé et sciences criminelles à l'Université de Strasbourg.*



Thomas Boccon-Gibod, Alban Mathieu (dir.)
Monnaie, souveraineté et démocratie

Le Bord de l'eau
Juin 2022

À l'heure où une nouvelle crise économique heurte de plein fouet les sociétés globalisées, une réflexion sur l'articulation du politique et de l'économique est plus que jamais indispensable. La monnaie est l'objet incontournable pour penser une telle articulation. Quelles sont les origines du lien entre la monnaie et le pouvoir de l'État ? Comment celui-ci est-il susceptible,

néanmoins, d'insuffler des principes démocratiques dans l'économie de marché ? Quelles perspectives, enfin, se dessinent pour penser la monnaie face aux enjeux sociaux et environnementaux du futur ? Pour apporter des réponses à ces questions, l'ouvrage réunit des contributions de disciplines variées, de la philosophie à l'économie en passant par la sociologie politique.

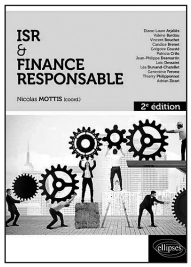
***Thomas Boccon-Gibod**, maître de conférences en philosophie du droit à l'Université Grenoble Alpes, est spécialiste des institutions publiques. Alban Mathieu, docteur en économie, est spécialiste de la monnaie.*
Avec les contributions de : ***Matthieu Amat, Massimo Amato, Quentin Badaire, Colin Crouch, Marie Cuillerai, Mathieu Dufour, Thibault Laurentjoye, Benjamin Lemoine, Thierry Ménissier, Matthieu Montalban, Jean-François Ponsot.***

Pierre Gruson (dir.)
Finance de marchés
Marchés de capitaux, investisseurs, gestion de portefeuille

Vuibert
Mai 2022

Comment fonctionnent les marchés financiers ? Comment évaluer la performance d'un actif ou d'un portefeuille de titres ? Que nous apportent les innovations de la FinTech ? Que sait-on de la finance responsable ? Comment gérer les risques financiers ? Fruit de nombreuses années d'expérience professionnelle et d'enseignement, ce livre propose une vision actuelle de la finance de marchés. Complet et accessible, il s'adresse tant aux étudiants en finance de marchés, marchés financiers, options, gestion des risques, qu'aux professionnels.

Coordonné par ***Pierre Gruson****.*
Le livre a été rédigé par les enseignants du MSc Banking & Finance de Kedge BS Bordeaux. Les auteurs, tous des spécialistes reconnus dans leur domaine, sont des professionnels (gérants de fonds et consultants) et des enseignants-chercheurs.



Nicolas Mottis
ISR & finance responsable

Ellipses - 2e édition
Mai 2022

Il existe depuis longtemps des acteurs financiers poursuivant autre chose que la stricte maximisation du profit. Ils ont souvent eu de fortes convictions politiques, religieuses ou économiques, et ont cherché à utiliser leur pouvoir financier pour influencer les pratiques des entreprises vers davantage de responsabilité en matière environnementale, sociale ou de gouvernance. Mieux combiner performance financière et ESG (pour Environnement/Social/Gouvernance) est au cœur de ces approches souvent associées à l'appellation « Investissement Socialement Responsable » (« ISR »). Depuis quelques années et la parution de la première édition de cet ouvrage, cette « finance responsable » a connu un développement considérable. D'un segment de niche, on est passé au cœur des marchés financiers et rares sont les acteurs aujourd'hui en France qui peuvent ignorer complètement ce mouvement.
Cela pose de nombreuses questions pratiques et théoriques dans un contexte où le risque de « greenwashing » augmente. La finance responsable explose, mais on s'y perd facilement.
Associant les meilleurs experts académiques et praticiens, cet ouvrage offre un panorama des enjeux théoriques et opérationnels du domaine. Il donne de nombreuses clés pratiques et pose les termes des débats critiques actuels tout en proposant des voies d'amélioration pour l'avenir. C'est un ouvrage riche sur le fond pour des familiers du domaine mais également accessible à des étudiants ou cadres et dirigeants simplement intéressés par le thème.

Les auteurs : ***Diane-Laure Arjaliès*** *(Ivey Business School),* ***Valérie Bardou*** *(Amundi),* ***Vincent Bouchet*** *(Edhec Business School),* ***Candice Brenet*** *(Ardian),* ***Grégoire Cousté*** *(FIR),* ***Patricia Crifo*** *(École polytechnique),* ***Jean-Philippe Desmartin*** *(Edmond de Rothschild AM),* ***Laïc Dessaint*** *(Proxinvest),* ***Léa Dunand-Chatellet*** *(DNCA Finance), Geneviève Ferone (Prophil),* ***Nicolas Mottis*** *(École polytechnique),* ***Thierry Philipponnat*** *(Finance Watch),* ***Adrian Zicari*** *(Essec Business School).*

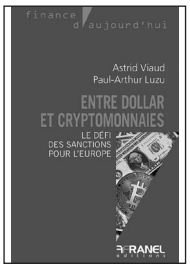
BIBLIOGRAPHIE

Anthony Maymont,
Marie Nicolas-Gréciano
Le droit bancaire et financier à l'épreuve de la procédure
Tome 155

Institut Francophone pour la Justice et la Démocratie
Juin 2022

La montée en puissance des principes procéduraux, sous l'influence du droit européen, se manifeste dans tous les domaines du droit national, y compris en droit bancaire et financier. Ce faisant, cette discipline doit appréhender de nouvelles règles qui lui sont applicables alors même qu'elle est déjà confrontée à de nombreuses évolutions pouvant aboutir à une forte réglementation. S'ajoutent désormais les principes procéduraux, qui, s'ils sont indispensables, peuvent entrer en tension avec le droit bancaire et financier. Il appartient donc à ce droit de s'adapter et d'assimiler pleinement ces normes procédurales, tout en préservant ses spécificités. L'exercice est périlleux, mais il est nécessaire pour assurer l'équité entre les parties, préserver les intérêts économiques tout en servant la bonne administration de la justice. Le présent ouvrage rassemble ainsi des contributions d'universitaires et de praticiens croisant leurs regards sur une dynamique et une synergie qui se mettent en place entre, d'un côté, le droit bancaire et financier, et de l'autre, la procédure.

***Anthony MAYMONT** et **Marie NICOLAS-GRÉCIANO** sont maîtres de conférences HDR à l'Université Clermont Auvergne, membres du Centre de recherche Michel de l'Hospital (UPR 4232).*



Paul-Arthur Luzu,
Astrid Viaud
Entre dollar et cryptomonnaies
Le défi des sanctions pour l'Europe

Arnaud Franel
Juin 2022

Cet ouvrage analyse les retombées des sanctions américaines sur les entreprises européennes alors que l'arrivée des cryptomonnaies étatiques affaiblit la place du dollar. Entre les injonctions contradictoires des États-Unis et de la Chine, dont le système financier alternatif sécurisé devient crédible, les acteurs privés européens doivent garder en tête plusieurs critères pour adapter leurs programmes de conformité au niveau de risque accepté, tandis que les institutions, notamment financières, devront évoluer rapidement pour maintenir leur rang. Un enjeu majeur pour le monde de la finance (modèle économique des banques, respect de la conformité) et la géopolitique (place de l'UE). Ce livre propose un regard à la croisée de l'économie, du droit et de la politique, avec une dimension professionnelle pratique. Destiné aux praticiens des sanctions économiques en cabinet de conseil ou d'avocats, en entreprises et en banques, il s'adresse également au grand public intéressé par une vision globale du sujet.

***Astrid Viaud** est docteure en sciences politiques, spécialiste des sanctions économiques du Conseil de sécurité des Nations unies, des États-Unis et de l'Union européenne. **Paul-Arthur Luzu** est associé d'un cabinet d'avocats international et consultant en développement commercial, spécialiste des problématiques juridiques et financières liées à la conformité et aux sanctions.*

Direction éditoriale
Directrice de la publication : Myriam Lasseri
Directrice Éditoriale : June Perot

Éditions Juridiques Lexbase
23 rue d'Aumale − F-75009 Paris
RCS : Paris 418 040 218
contacteznous@lexbase.fr
www.lexbase.fr

ISSN : 1952-7233

Rédaction
LEXBASE
contacteznous@lexbase.fr

Conception graphique
Laura Wagner
Cloé L'ahelec

Imprimeur
Imprimerie Dupli-Print Mayenne

Achevé d'imprimer
par l'imprimerie Dupli-Print
en juillet 2022
Pour LEXBASE
Dépôt légal : juillet 2022

Centre de recherche de droit financier

lexbase