



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

***RAPPORT D'ACTIVITÉ ET
CONCLUSIONS SUR LES
« BSA ADMINISTRATEURS »***

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris*

Le 30 novembre 2018



GROUPE DE TRAVAIL SUR LES « BSA ADMINISTRATEURS » RAPPORT D'ACTIVITÉ ET CONCLUSIONS

Dans un communiqué publié le 5 juin 2018, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a indiqué avoir identifié, dans le cadre de sa revue de documents de référence ou de documents de base, le développement d'une pratique de la part d'une certaine catégorie d'émetteurs consistant à émettre des bons de souscription d'actions (BSA) qui sont attribués à des administrateurs à titre gratuit ou à des conditions de prix qui ne reflètent pas leur valeur de marché.

L'AMF rappelle, dans son communiqué, qu'en application de l'article L. 225-44 du code de commerce, et sans préjudice des rémunérations pouvant être versées au président du conseil d'administration et aux dirigeants, les administrateurs ne peuvent recevoir de la société aucune rémunération, permanente ou non, autre que des jetons de présence versés en espèces et des rémunérations exceptionnelles pour des missions ou mandats qui n'entrent pas dans le cadre de l'exercice normal de leurs attributions et ne revêtent pas un caractère permanent. Le régulateur recommande en conséquence, aux sociétés souhaitant attribuer des BSA à leurs administrateurs non dirigeants, de les émettre à des conditions de marché.

Les services de l'AMF ont identifié ces pratiques en procédant à une analyse de la documentation établie à l'attention des actionnaires de certaines sociétés de biotechnologies et de santé françaises (les sociétés dites « *biotechs* » et « *medtechs* »).

L'identification de ces pratiques a amené les services de l'AMF à mener une réflexion et à échanger avec les différents acteurs de la Place sur ces sujets. Parallèlement, l'AMF a saisi le Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (« *HCJP* ») de cette question, lequel a constitué un groupe de travail afin de mener une réflexion sur l'opportunité de faire évoluer le cadre juridique existant, notamment pour les sociétés nouvelles ou issues du secteur des biotechnologies. Ces travaux s'inscrivent dans le cadre d'une réflexion plus large sur les moyens permettant de faciliter l'intéressement des administrateurs des sociétés dites « *tech* ».

Sous la présidence de Maître Didier Martin, le groupe de travail, composé d'avocats, de professeurs de droit, de représentants de la Direction générale du Trésor, de l'AMF, du Ministère de la Justice et d'associations professionnelles (cf. [Annexe 1](#)), s'est réuni à plusieurs reprises entre les mois de juin et septembre 2018 afin d'examiner l'opportunité de rémunérer les administrateurs de telles sociétés par l'attribution de BSA ou d'autres formes de titres.

Le présent rapport constitue une synthèse des principales problématiques abordées par le groupe de travail, ainsi que des réflexions et préconisations émises dans le cadre de ses travaux. Après un rappel de la genèse de l'article L. 225-44 du code de commerce qui constitue le fondement du cadre juridique de la rémunération des administrateurs (1.), seront abordées les problématiques soulevées par l'attribution de BSA aux administrateurs (2.) ainsi que les différentes pistes de réformes envisagées par le groupe de travail et la préconisation majoritairement retenue (3.)



TABLE DES MATIÈRES

Introduction	2
Table des matières	3
I. Les origines de l'article L.225-44 du code de commerce	4
1.1 - La pratique des jetons de présence et des tantièmes, leur consécration et la disparition des tantièmes.....	5
1.2 - Le caractère limitatif de l'article L. 225-44 du code de commerce	8
II. Les problématiques soulevées par l'attribution gratuite de BSA ou à des conditions qui ne sont pas des conditions de marché aux administrateurs non-dirigeants	10
2.1 - Les contraintes juridiques en vigueur	10
2.1.1 - La sanction de la violation de l'article L. 225-44 du code de commerce	10
2.1.2 - L'absence de fondement permettant d'attribuer gratuitement des actions	12
2.2 - Les difficultés soulevées par l'attribution de BSA aux administrateurs	13
2.2.1 - Les difficultés liées à la modification du régime en vigueur	13
2.2.2 - La question de la préservation de l'indépendance des administrateurs.....	14
2.2.3 - Le lien entre mandat d'administrateur et détention de capital : l'absence de modèle cohérent en droit français	16
2.2.4 - L'impact sur la gestion du caractère potentiellement court-termiste d'une rémunération sous forme d'octroi de BSA	19
2.2.5 - L'absence de régime fiscal défini source d'insécurité juridique	19
2.2.6 - Le risque d'atteinte au principe constitutionnel d'égalité	21
2.3 - Les questions soulevées par la délimitation du périmètre des sociétés bénéficiaires d'une éventuelle réforme	22
2.3.1 - Les sociétés du secteur des biotechnologies et de la santé (les « <i>biotechs</i> » et les « <i>medtechs</i> »).....	22
2.3.2 - Les alternatives en termes de champs d'application d'une loi nouvelle	25
III. De l'opportunité d'une réforme	26
3.1 - État des lieux des pratiques actuelles	26
3.1.1 - Panorama de droit comparé.....	26



3.1.2 - Analyse des pratiques et attentes des sociétés « <i>tech</i> » et « <i>biotech</i> » en France	28
3.2 - Réflexion sur l'introduction d'une disposition législative	37
3.2.1 - Les pistes de réforme envisageables aux fins de permettre l'attribution de BSA aux administrateurs de sociétés « <i>tech</i> »	37
3.2.2 - Réflexions et conclusions du groupe de travail	44

Annexes : à télécharger dans le document joint au rapport



I- Les origines de l'article L. 225-44 du code de commerce

La rémunération des dirigeants sociaux a pendant longtemps été laissée à la discrétion des sociétés. Cette attitude libérale pouvait trouver son explication dans la référence initiale au « mandat », la rémunération d'un mandataire résultant d'un accord de volontés¹. Au sujet des sociétés anonymes, l'article 22, alinéa 1^{er}, de la loi du 24 juillet 1867 a longtemps disposé : « *Les sociétés anonymes sont administrées par un ou par plusieurs mandataires à temps, salariés ou gratuits, pris parmi les associés.* »² De ce texte, on a pu déduire une assez grande liberté de fixation des rémunérations des dirigeants sociaux en tant que tels. Mais la loi était à l'époque muette en ce qui concerne la nature de la rémunération versée aux administrateurs ainsi que son montant.

1.1 - La pratique des jetons de présence et des tantièmes, leur consécration et la disparition des tantièmes

Une pratique se développa alors, consistant à prévoir au profit des administrateurs deux sortes de rémunérations spécifiques : les tantièmes et les jetons de présence. Apparaissant souvent comme une rémunération d'importance moindre, les jetons de présence ont été initialement considérés comme la contrepartie de l'assistance des administrateurs aux séances du conseil d'administration. Entériné par la loi du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions (art. 11, al. 1^{er} et 6), le système a été conservé par la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et, pour l'essentiel, au plan civil, ce régime n'a pas été modifié depuis lors.

Les tantièmes correspondaient, comme leur nom l'indique, à un « *tant pour cent* », lequel fut, assez généralement, calculé dès l'origine par rapport aux bénéfices réalisés par la société. Ce fut alors les statuts des sociétés qui fixèrent un tel pourcentage, ce qui lui donna un caractère relativement rigide, son augmentation ou sa diminution étant subordonnée à une modification des statuts. Cette limite, d'abord spontanée fut consacrée par la loi du 4 mars 1943 et reprise à l'article 108 de la loi du 24 juillet 1966 :

Art. 108 : L'assemblée générale peut allouer aux administrateurs, en rémunération de leur activité, une somme fixe annuelle à titre de jetons de présence. Le montant de celle-ci est porté aux charges d'exploitation. Les statuts peuvent prévoir que des tantièmes seront alloués au conseil d'administration dans les conditions prévues à l'article 352.

¹ F. Terré, « La disparition des tantièmes – Commentaire de la loi n°75-1347 du 31 décembre 1975 », *Revue des Sociétés*, 1976, p. 237.

² Le terme utilisé de « salaire » doit s'entendre ici comme désignant plus vaguement une rémunération pour services rendus.



La loi du 4 mars 1943 a soumis l'attribution des tantièmes à diverses conditions, dont le régime fut complété par un décret n° 53-973 du 30 septembre 1953. Ce système fut conservé avec quelques améliorations par la loi du 24 juillet 1966, avant d'être supprimé par loi du n° 75-1347 du 31 décembre 1975 :

Art. 351 : Le versement des tantièmes au conseil d'administration ou au conseil de surveillance, selon le cas, est subordonné à la mise en paiement des dividendes aux actionnaires.

Art. 352 : Le montant des tantièmes ne peut excéder le dixième du bénéfice distribuable, sous déduction :
1° D'une somme représentant 5 p. 100 du montant libéré et non remboursé du capital social ou du premier dividende prévu aux statuts, si son taux excède 5 p. 100 dudit montant ;
2° Des réserves constituées en exécution d'une délibération de l'assemblée générale ;
3° Des sommes reportées à nouveau.

Pour la détermination des tantièmes, il peut, en outre, être tenu compte des sommes mises en distribution, qui sont prélevées dans les conditions prévues à l'article 346, alinéa 2. Les sommes incorporées au capital ou prélevées sur les primes d'émission ne peuvent entrer en compte pour le calcul des tantièmes.

Art. 353 : Toute délibération ou clause statutaire contraire aux dispositions des articles 351 et 352 est nulle.

Les tantièmes étaient alors, selon les thèses de l'époque, une part déterminée des bénéfices accordée aux administrateurs en contrepartie de l'apport en industrie qu'ils réalisent au profit de la société³, ou l'illustration d'un droit de créance des administrateurs, fondé sur l'idée de « salaire » destiné à rémunérer les services rendus⁴, même s'il valait probablement mieux considérer que le droit aux tantièmes présentait un caractère original ou soutenir qu'il y avait lieu de combiner les deux thèses précédentes⁵.

A noter qu'à l'époque où les textes étaient silencieux sur ce point, on avait pu se demander si, en l'absence de clause des statuts, des tantièmes ne pouvaient pas être alloués aux administrateurs, soit par l'assemblée générale ordinaire annuelle soit par le conseil d'administration. Mais généralement, l'on écartait cette possibilité, en faisant valoir que seuls les statuts et, à défaut, la loi pouvait déterminer les personnes ayant droit aux bénéfices⁶. Cette solution fut en effet ensuite consacrée par les textes. En raison de leur nature même, des tantièmes n'ont pu, en principe, être alloués aux

³ En ce sens : Arthuys, *Traité des sociétés commerciales*, 3^e éd., 1917, t. 2, p. 11.

⁴ Lescot, « Les tantièmes des administrateurs de sociétés anonymes », *Journ. soc.*, 1921.289 et s., 337 et s.

⁵ R. Constant, « Les tantièmes d'administrateurs des sociétés anonymes au point de vue civil et fiscal », *th. Nancy*, 1931, p. 66 et s.

⁶ V. Escarra et Rault, *Les sociétés commerciales*, t. 3, n°1546, p. 265, 1950, Recueil Sirey.



administrateurs qu'en cas de réalisation de bénéfices. Mais, pour lutter contre les abus auxquels a donné lieu l'allocation de tantièmes excessifs, le législateur a imposé des limites quantitatives reposant sur l'existence d'un taux maximal et d'une masse de calcul des tantièmes (*cf. supra*).

Il est intéressant de remarquer qu'il résultait de l'article 208-6, alinéa 3, de la loi du 24 juillet 1966 que les administrateurs salariés ne pouvaient bénéficier d'options de souscription ou d'achat d'actions que s'ils avaient renoncé aux tantièmes dans leur propre société ou dans une société filiale⁷. En d'autres termes, « *s'ils choisissent la qualité d'administrateur, ils conserveront les tantièmes, mais ils renonceront au plan d'achat d'actions. S'ils veulent prendre la qualité de salarié, ils devront renoncer aux tantièmes, mais alors ils bénéficieront de plans d'achat d'actions.* »⁸ Certains auteurs en déduisent qu'il a sans doute été estimé à l'époque qu'il y avait une certaine corrélation entre les tantièmes et l'éventuelle plus-value réalisée à l'occasion d'une levée d'options correspondant à une hausse du titre⁹.

La disparition des tantièmes est d'abord venue d'une critique qui s'était manifestée du point de vue fiscal¹⁰. Si, au niveau des bénéficiaires, les différences de régime entre les tantièmes et les jetons de présence n'étaient pas sensibles, c'est au niveau des sociétés distributrices qu'une différence importante séparait les deux catégories : non déductibles des bénéfices imposables, les tantièmes étaient donc calculés d'après une somme sur laquelle était payé l'impôt des sociétés, tandis que les jetons de présence étaient admis en déduction des bénéfices imposables ; les sommes prévues à titre de tantièmes faisaient en outre l'objet d'un prélèvement spécial par retenue à la source de 25%, le solde étant soumis à l'impôt sur le revenu.

Par la suite, il a été soutenu que : (i) le système des tantièmes était trop rigide puisqu'il dépendait de l'existence d'une disposition statutaire dont la modification relevait de la seule compétence de l'assemblée générale extraordinaire¹¹, (ii) la fixation par rapport au bénéfice distribuable pouvait « *aboutir à des rémunérations inadaptées, compte tenu de la diversité des secteurs de l'économie et des entreprises concernées* »¹², et que (iii) dans une perspective de moralisation, il pouvait être préférable « *de recourir à un mode de rémunération tenant compte de la participation effective de l'administrateur à la conduite de l'entreprise* »¹³.

⁷ Ce texte fut abrogé par la loi du 31 décembre 1975.

⁸ J.O. déb. Ass. Nat., séance du 10 décembre 1970, p.6418.

⁹ J. Hémar, F. Terré et P. Mabilat, *Sociétés commerciales*, Dalloz, t. II, 1974, n° 605, p. 498.

¹⁰ M. Cozian, *La fiscalité des entreprises*, 3e éd. 1975, n° 364.

¹¹ J.O. déb. Ass. Nat., séance du 17 décembre 1975, p. 9935 ; Sénat, séance du 19 décembre 1975, p. 4844.

¹² J.O. déb. Ass. Nat., séance du 19 décembre 1975, p. 4844.

¹³ J.O. déb. Ass. Nat., séance du 17 décembre 1975, p. 9935.



1.2 - Le caractère limitatif de l'article L. 225-44 du code de commerce

Il apparaît que l'article 107 de la loi du 26 juillet 1966 prévoyait déjà en substance le même principe que l'actuel article L. 225-44 du code de commerce :

Art. 107 de la loi du 26 juillet 1966 : « Sous réserve des dispositions de l'article 93¹⁴, les administrateurs ne peuvent recevoir de la société aucune rémunération, permanente ou non, autre que celles visées aux articles 108, 109, 110 et 115¹⁵.

Toute décision contraire est nulle. »

Art. L. 225-44 du code de commerce : « Sous réserve des articles L. 225-21-1¹⁶, L. 225-22¹⁷, L. 225-23, L. 225-27 et L. 225-27-1¹⁸, les administrateurs ne peuvent recevoir de la société aucune rémunération, permanente ou non, autre que celles prévues aux articles L. 225-45¹⁹, L. 225-46²⁰, L. 225-47²¹ et L. 225-53²². Toute clause statutaire contraire est réputée non écrite et toute décision contraire est nulle. »

La loi n'admet ainsi que deux formes de rémunération pour les administrateurs non dirigeants (sans compter les salaires alloués aux administrateurs qui remplissent les conditions du cumul) :

- les jetons de présence au titre des activités exercées au sein du conseil d'administration (article L. 225-45 du code de commerce) pour lesquels il convient de noter que l'Association Nationale des Sociétés par Actions s'était interrogée, dans un avis de 1996, sur la possibilité de verser les jetons de présence, non pas en espèces, mais sous forme d'instruments financiers. Elle a indiqué à cet égard que « le texte prévoit que peut être versée une « **somme** », **ce qui signifie qu'elle doit l'être en espèces**. Cette somme doit être « **fixe** », c'est-à-dire qu'elle ne doit pas être proportionnelle, par exemple, aux bénéfices : il s'agit en effet d'une rémunération du travail des administrateurs, et non d'un bénéfice distribué (comme l'est le dividende qui peut, au contraire, être versé en espèces ou en actions). Le versement direct, en actions, des jetons de présence n'est donc pas possible. En revanche, les

¹⁴ Exception suivant laquelle le salarié nommé administrateur ne perdant pas le bénéfice de son contrat de travail.

¹⁵ Articles visant successivement l'attribution de jetons de présence, de tantièmes, les rémunérations exceptionnelles pour missions et mandats particuliers, et le cas spécifiques de la rémunération du président du conseil d'administration et du directeur général.

¹⁶ Cas de l'administrateur salarié.

¹⁷ Cas du salarié nommé administrateur.

¹⁸ Cas des administrateurs élus par les salariés.

¹⁹ Allocation par l'assemblée générale aux administrateurs de jetons de présence.

²⁰ Rémunérations exceptionnelles des administrateurs pour missions ou mandats.

²¹ Rémunération du président du conseil d'administration.

²² Rémunération du directeur général et du directeur général délégué.



administrateurs sont évidemment libres d'utiliser le montant de leurs jetons de présence pour acheter des actions émises par la société administrée »²³ ; et

- les rémunérations exceptionnelles pour missions ou mandats particuliers confiés à certains administrateurs (article L. 225-46 du code de commerce).²⁴ S'agissant de ces rémunérations exceptionnelles, si la loi ne fait pas référence au versement d'une somme comme pour les jetons de présence, ces rémunérations ne peuvent être versées qu'à raison de missions exceptionnelles, c'est-à-dire ne rentrant pas dans le cadre normal des fonctions des administrateurs et revêtant un caractère ponctuel. Dans ce cadre, l'octroi d'instruments financiers comme des BSA ne pourrait donc correspondre qu'à des cas exceptionnels dans lesquels certains administrateurs se verraient confier des missions en dehors du cadre normal de leur mandat. Si l'attribution de BSA était réalisée en contrepartie de missions courantes, le paiement en nature de ces missions pourrait être considéré comme une violation de la loi ou une fraude à la loi²⁵.

La doctrine précise que la règle posée par l'article L. 225-44 du code de commerce a été formulée afin d'éviter que les administrateurs, membres de l'organe social précisément en charge de déterminer la nature et le montant des rémunérations, n'abusent de leur position pour se ménager de multiples sources de revenus au détriment de l'entité sociétaire²⁶. Cette règle constitue ainsi « *une réglementation précise et sévère, le législateur étant méfiant sur les rémunérations que peuvent s'attribuer les dirigeants par crainte d'abus au détriment de la société* »²⁷. La doctrine est unanime sur le caractère restrictif de l'article L. 225-44 du code de commerce et la raison de cette limitation²⁸.

²³ Avis ANSA, Possibilité ou non de verser des jetons de présence actions, n° 369, 6 mars 1996.

²⁴ Philippe Delebecque et Frédéric-Jérôme Pansier, *Administrateur, Répertoire Dalloz de droit des sociétés*, n° 186, janv. 2003 (actu. juil. 2018).

²⁵ Selon une définition doctrinale devenue classique, « il y a fraude chaque fois que le sujet de droit parvient à se soustraire à l'exécution d'une règle obligatoire par l'emploi à dessein d'un moyen efficace qui rend ce résultat inattaquable sur le terrain du droit positif » (J. Vidal, *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français, le principe Fraus omnia corrumpit*, Préf. de Gabriel Marty, Thèse, Dalloz, 1957, p. 208). Cette définition a été littéralement reprise par certaines juridictions, comme la Cour d'appel de Versailles : « Considérant qu'il y a fraude chaque fois que le sujet de droit parvient à se soustraire à l'exécution d'une règle obligatoire par l'emploi à dessein d'un moyen efficace qui rend ce résultat inattaquable sur le terrain du droit positif » (Cour d'appel de Versailles, Chambre 1, section 1, 15 Juin 2006, n° 05/01471). Suivant cette définition, le Professeur Lécuyer observe que révéler la fraude suppose de détecter trois éléments : « une règle obligatoire contournée ; une intention de la personne sanctionnée de tourner la règle ; l'emploi, à cette fin, d'un procédé efficace, en soi incontestable » (H. Lécuyer, « Fraude et cession de droits sociaux », *Droit des sociétés*, Juillet 2006, n° 7, comm. 101).

²⁶ Voir notamment : J-C Pagnucco, *JurisClasseur Sociétés Traité*, Fasc. 130-40 : sociétés anonymes – Administration – Rémunération des administrateurs.

²⁷ Pierre Bézard, *La société anonyme*, Montchrestien, 1986, n° 225, p. 67.

²⁸ Voir notamment : Philippe Merle, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, 2018-2019, 22^e éd., 2015, n°485, p. 469 ; Paul Le Cannu, Bruno Dondero, *Droit des sociétés*, Montchrestien, 2015, 6^e ed., n°713, p. 475 : « ce principe s'explique par le fait que, dans leur position, les administrateurs peuvent être tentés de s'attribuer des rémunérations hors de proportion avec les capacités de la société et avec le service qu'ils fournissent » ; Christophe Gerschel, *Les administrateurs ne peuvent recevoir de rémunérations autres que celles prévues par l'article 107 de la loi du 24 juillet 1966. L'action de in rem verso ne peut permettre à un ancien administrateur d'être indemnisé pour le travail accompli dans la société*, commentaire sous Cass. Com., 16 mai 1995, *Société IGEP c/ Lemoine*, *Revue des sociétés*, 1996, p. 95 : « le caractère très restrictif de l'article 107 [de la loi de 1966 – devenu l'article L. 225-44 du code de commerce] permet de préserver l'intérêt social contre l'allocation de rémunérations dans des conditions non satisfaisantes de transparence ».



Toutefois, il est éclairant de souligner, comme le rappelle une doctrine autorisée, que les rédacteurs du projet de loi, s'inspirant d'une formule retenue par la Commission de réforme du code de commerce²⁹, avaient ajouté l'hypothèse dans laquelle, par l'effet d'une « *autorisation spéciale de l'assemblée générale* », il serait possible d'attribuer aux administrateurs une rémunération autre que celles prévues et définies par les textes. Cette solution fut finalement écartée, la liste retenue suffisant à régler raisonnablement les divers cas possibles³⁰.

Il est aussi intéressant de relever qu'une réflexion sur ce sujet a de nouveau été menée à la fin des années 1990. Le rapport Viénot³¹ avait ainsi préconisé « *de favoriser la détention personnelle par les administrateurs d'actions de leur société, et à cet effet de permettre, par une modification législative, au Conseil d'administration de décider le paiement des jetons de présence, en tout ou en partie, en actions de la société, celles-ci étant évaluées au prix du marché au jour du paiement* ». Ces propositions, qui prévoyaient une valorisation des actions à prix de marché, n'ont pas été retenues par le législateur³².

II- Les problématiques soulevées par l'attribution gratuite de BSA ou à des conditions qui ne sont pas des conditions de marché aux administrateurs non-dirigeants.

2.1 - Les contraintes juridiques en vigueur

2.1.1 - La sanction de la violation de l'article L. 225-44 du code de commerce

En application de l'article L. 225-44 du code de commerce, et hors le cas des « *rémunérations exceptionnelles* », toute disposition statutaire ou conventionnelle ou des décisions sociales prévoyant une rémunération des administrateurs sous une autre forme que les jetons de présence encourt la nullité et peut donner lieu à la restitution des sommes versées. Cette règle, d'ordre public³³, est sanctionnée par la nullité absolue³⁴ des actes ou décisions contraires, laquelle peut être recherchée pendant 3 ans³⁵.

²⁹ *Trav.*, t. 3, p. 254.

³⁰ *J.O. déb. Ass. nat.*, séance du 8 juin 1965, p. 1861.

³¹ AFEP – MEDEF, *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc Viénot*, juillet 1999.

³² En 2001, le législateur a en revanche repris un certain nombre de propositions issues du Rapport Viénot dans le cadre de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, dite loi « NRE ».

³³ En application de l'article L. 235-1 du code de commerce, « la nullité d'actes ou délibérations autres que ceux prévus à l'alinéa précédent ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du présent livre (livre 2 du code de commerce) ou des lois qui régissent les contrats ».

³⁴ V. par exemple CA Paris – 13 mai 2008 – n° 07/09438 ; Cass. Soc. 1 juillet 2015 – n° 14-12.817. Dans le même sens : CA Amiens, 6 mai 2008, RG n° 07/00234.

³⁵ Article L. 235-9 du code de commerce.



Ce principe est inflexible. Il est même considéré que « *l'interdiction de recevoir toute rémunération de la société administrée empêche une personne qui reçoit une pension de retraite de cette société de devenir ou de rester administrateur* »³⁶.

Prise en violation de la loi, la décision du conseil d'administration qui accorderait à l'un des administrateurs non-dirigeants une rémunération interdite paraît également susceptible d'engager la responsabilité des membres du conseil en application des dispositions de l'article L. 225-251 du code de commerce³⁷.

En tout état de cause, d'autres sanctions pourraient être infligées à l'intéressé, en cas de rémunérations injustifiées, telles que notamment :

- une condamnation en restitution des sommes indûment versées, ou
- le cas échéant, si les circonstances le justifient, une condamnation pénale sur le fondement d'un abus de biens sociaux³⁸.

Toutefois, la mise en cause de la responsabilité pénale d'un ou de plusieurs administrateurs sur le fondement de cette incrimination apparaît largement théorique dans la mesure où les éléments constitutifs de l'infraction n'en sont *a priori* pas réunis dans les cas qui nous intéressent ici. Ainsi, l'abus de biens sociaux consiste pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme, à « *faire, de mauvaise foi, des biens ou du crédit de la société, un usage qu'ils savent contraire à l'intérêt de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement* »³⁹. Or, sauf abus caractérisé relevant de circonstances exceptionnelles, la décision d'attribuer des BSA à un administrateur n'est pas prise de mauvaise foi dans les cas qui nous intéressent, ni sciemment en violation de l'intérêt social qu'elle vise au contraire à promouvoir, ni encore ne répond à des fins personnelles ou est destinée à favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle les dirigeants seraient intéressés directement ou indirectement. Au surplus, il pourrait être considéré que l'attribution de BSA n'occasionne pas d'appauvrissement de la société puisqu'elle n'emporte aucun décaissement de sa part (elle est au contraire conçue comme une alternative au décaissement de jetons de présence). La sanction civile de la nullité, qui est expressément prévue par l'article L. 225-44 du code de commerce, apparaît beaucoup plus probable. A cela, peuvent s'ajouter d'éventuels redressements des administrations fiscale et sociale qui peuvent intervenir, concernant tout à la fois la société et les bénéficiaires des bons.

³⁶ Paul Le Cannu, Bruno Dondero, *Droit des sociétés*, Montchrestien, 2015, 6e ed., n°713, p. 476.

³⁷ Art. L. 225-215 du code de commerce : « *Les administrateurs et le directeur général sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion. Si plusieurs administrateurs ou plusieurs administrateurs et le directeur général ont coopéré aux mêmes faits, le tribunal détermine la part contributive de chacun dans la réparation du dommage.* »

³⁸ Sur le fondement de l'article L. 242-6, 3° du code de commerce.

³⁹ Article L. 242-6-3° du code de commerce.



2.1.2 - L'absence de fondement permettant d'attribuer gratuitement des actions

La loi ne prévoit pas la possibilité d'attribuer gratuitement des actions aux membres du conseil d'administration non dirigeants. En effet, l'article L. 225-197-1 du code de commerce régit les attributions au profit des membres du personnel salarié et, sous certaines conditions, au président du conseil d'administration, au directeur général, aux directeurs généraux délégués, aux membres du directoire ou au gérant d'une société par actions.

De la même manière, les administrateurs non dirigeants ne peuvent recevoir de stock-options⁴⁰ et de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE)⁴¹.

Pour autant, le code de commerce n'interdit pas formellement à une société d'offrir ses propres actions, en dehors du régime prévu aux articles L. 225-197-1 et s. du code de commerce. En effet, ces dispositions, issues de la loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004 de finances pour 2005, ont été introduites pour inciter, fiscalement et sur le plan social, les sociétés à recourir à l'actionnariat salarié. La possibilité d'attribuer des actions aux salariés en dehors du régime légal a donc été confirmée par la doctrine⁴² et la pratique, sous réserve d'observer que le traitement fiscal ne serait logiquement pas le même que celui des actions gratuites attribuées dans le cadre des articles L. 225-197-1 et s. du code de commerce et qu'il relèverait alors du droit commun des traitements et salaires.

Les actions ne pourraient néanmoins être attribuées gratuitement qu'après avoir été rachetées par la société concernée. Or, parmi les objectifs de rachat envisagés par le code de commerce et en dehors du régime légal d'attribution gratuite d'actions, seule la participation des salariés à l'expansion de l'entreprise est prévue. La loi française est ici plus exigeante que les textes européens qui admettent les rachats pour « *satisfaire aux obligations découlant des programmes d'options sur actions, ou autres allocations d'actions, aux salariés ou aux membres des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou d'une entreprise associée* »⁴³.

⁴⁰ L'article L. 225-185 du code de commerce relatif aux stock-options réserve l'attribution de ceux-ci aux salariés et à certains dirigeants limitativement énumérés : président, directeur général, directeurs généraux délégués, membres du directoire.

⁴¹ L'article 163 bis du CGI relatif aux BSPCE réserve l'attribution de ceux-ci aux « dirigeants soumis au régime fiscal des salariés ». À cet égard, l'administration fiscale (BOI-RSA-ES-20-40-20160706 n° 230) considère que les administrateurs (même salariés) ne sont pas éligibles au régime des BSPCE (« Dans les SA et les SAS, les dirigeants éligibles sont le président du conseil d'administration, les directeurs généraux, les directeurs généraux délégués et les membres du directoire. Sont en revanche exclus les administrateurs ou les membres du conseil de surveillance, dont les rémunérations perçues en qualité sont imposables dans la catégorie des revenus de capitaux mobiliers (BOI-RPPM-RCM). Dans les SCA, les dirigeants éligibles sont les gérants non associés et les gérants associés commandités dont les rémunérations sont imposées, en application du dernier alinéa de l'article 62 du CGI, selon les règles prévues en matière de traitements et salaires. Les membres du conseil de surveillance, dont les rémunérations sont en principe imposables dans la catégorie des bénéfices non commerciaux (BNC), sont en revanche exclus du bénéfice des BSPCE ».)

⁴² Avis ANSA n° 374 du 3 avril 1996 ; Avis ANSA n° 08-0321 du 2 juillet 2008.

⁴³ Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, article 5.



On constate par ailleurs que le Règlement général de l'AMF envisage l'hypothèse d'une attribution gratuite d'actions aux administrateurs car il prévoit, conformément à la directive européenne 2003/71/CE⁴⁴, que l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas à l'admission aux négociations sur un marché réglementé de « *titres financiers offerts, attribués ou devant être attribués aux administrateurs* »⁴⁵.

Nonobstant ce qui précède, en l'état de la réglementation en vigueur, il n'est pas possible d'attribuer gratuitement des actions aux administrateurs de sociétés innovantes. Si elle était qualifiée de rémunération, l'attribution gratuite d'actions pourrait donc être annulée.

2.2 - Les difficultés soulevées par l'attribution de BSA aux administrateurs

2.2.1 - Les difficultés liées à la modification du régime en vigueur

Bien que l'on puisse voir d'une certaine manière un paradoxe entre l'interdiction pour les administrateurs de percevoir des jetons de présence sous forme de titres et l'obligation usuelle prévue par les statuts ou règlements intérieurs des sociétés cotées qu'ont leurs administrateurs d'acquérir des actions (dans le sens de la préconisation du code AFEP-MEDEF – cf. *infra*)⁴⁶, les membres du groupe de travail observent qu'une modification du régime actuel des rémunérations des administrateurs constituerait une évolution fondamentale de l'édifice juridique mis en place depuis la loi de 1966 sur les sociétés commerciales.

Une telle évolution pourrait être considérée comme allant à contre-courant de la législation promue depuis 1966⁴⁷ en matière de rémunérations des mandataires sociaux des sociétés cotées françaises. Un assouplissement du cadre légal pourrait également s'opposer à la démarche de sensibilisation menée notamment par l'AMF sur ce sujet visant à encadrer étroitement les rémunérations des mandataires sociaux (en particulier, non exécutifs).

⁴⁴ Directive 2003/71/CE du parlement européen et du conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE.

⁴⁵ Article 212-5 du RGAMF ; voir aussi AMF, Instruction n°2016-11, Article 19. Titres financiers offerts ou attribués aux administrateurs.

⁴⁶ Ce paradoxe est notamment relevé par l'Institut Français des Administrateurs : « De manière paradoxale, alors que les administrateurs ne peuvent percevoir les jetons de présence sous forme de titres, ils demeurent souvent contraints par les statuts ou le règlement intérieur d'acquérir des actions de la société. [...] Les investisseurs recommandent que les administrateurs détiennent a minima l'équivalent d'un an de jetons de présence, ce qui est repris le plus souvent dans les règlements intérieurs. » (cf. *Annexe 7*).

⁴⁷ Il est rappelé que le régime des « tantièmes », à savoir celui d'une rémunération indexée sur les résultats de l'émetteur, a été abrogé par le législateur qui n'a pas souhaité par la suite réintroduire un tel système de rémunération (cf. section 1.1 *supra*).



À cet égard, l'AMF a rappelé dans son Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées que « *dans la mesure où il ne dispose pas de pouvoirs de gestion, le président du conseil ne devrait pas percevoir de rémunération variable en espèces ou en titres, sauf justification particulièrement circonstanciée au regard de missions spécifiques, excédant celles dévolues par la loi* »⁴⁸.

2.2.2 - La question de la préservation de l'indépendance des administrateurs

Certains membres du groupe de travail ont vu une première difficulté propre à l'attribution aux administrateurs de titres donnant accès au capital : celle relative à la préservation de l'indépendance des administrateurs indépendants rémunérés sous cette forme. Le groupe de travail observe en effet que le code AFEP-MEDEF dispose qu'un mandataire social ne peut être considéré comme indépendant s'il perçoit une rémunération sous la forme de titres. Il est rappelé que traditionnellement un administrateur est « *indépendant* » dès lors qu'il n'est pas un mandataire social exécutif de l'émetteur ou de son groupe et qu'il est dépourvu de tout lien d'intérêt particulier (actionnaire significatif, salarié, autre) avec ceux-ci qui puisse compromettre sa liberté de jugement ou d'expression.

Art. 8.6 du code AFEP-MEDEF (version du 20 juin 2018) : « *Un dirigeant mandataire social non exécutif ne peut être considéré comme indépendant s'il perçoit une rémunération variable en numéraire **ou des titres** ou toute rémunération liée à la performance de la société ou du groupe.* »

Introduire une possibilité de rémunération sous forme de BSA pourrait donc contrevenir à ce principe de prohibition des rémunérations sous forme de titres au bénéfice des administrateurs indépendants.

L'on remarque toutefois que le code AFEP-MEDEF, dans la version proposée en date du 23 mai 2016 aux fins de consultation en vue de sa révision (qui est intervenue en novembre 2016), suggérait de ne prohiber le paiement de la rémunération sous forme de titres, pour les dirigeants mandataires sociaux non exécutifs, que lorsque celle-ci est variable (laissant ainsi ouverte la possibilité du paiement de la rémunération fixe en titres de la société) :

Art. 8.6 du code AFEP-MEDEF (version consultative du 23 mai 2016) : « *Un dirigeant mandataire social non exécutif ne peut être considéré comme indépendant s'il perçoit une rémunération **variable en numéraire ou en titres** ou toute rémunération liée à la performance de la société ou du groupe.* »

⁴⁸ Recommandation AMF n° 2012-02 - Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF – Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF - § 1.2.5 - Le statut et le rôle du président non exécutif dans les sociétés à conseil d'administration.



Bien que cela pouvait sembler cohérent avec d'autres dispositions du code AFEP-MEDEF qui préconisent toujours que les administrateurs possèdent un nombre significatif d'actions au regard de leurs jetons de présence perçus (art. 19 du code ⁴⁹) (les codes de gouvernance d'autres juridictions européennes prévoient d'ailleurs le même principe⁵⁰), cette proposition n'a finalement pas été retenue dans la version du code de novembre 2016 (l'article 8.6 n'ayant pas non plus été modifié dans la version du 20 juin 2018).

Pour sa part, le code Middlenext dispose seulement, parmi les critères à retenir pour qualifier un administrateur d' « *indépendant* », qu'il ne doit « *pas être actionnaire de référence de la société ou détenir un pourcentage de droit de vote significatif* ».

Toutefois, il convient de préciser que :

- les codes de gouvernance (codes AFEP-MEDEF et Middlenext) s'adressent majoritairement aux sociétés cotées sur un marché réglementé⁵¹. Or, pour la majorité des sociétés « *tech* », les marchés non réglementés comme Euronext Growth sont souvent plus adaptés, au moins pour leurs premières années de cotation ;
- pour les sociétés « *tech* » voulant s'introduire sur le marché réglementé d'Euronext Paris, le code Middlenext leur semble généralement plus approprié (ce code est destiné aux émetteurs qui ont une capitalisation boursière de moins de 5 milliards d'euros), or le code Middlenext ne prévoit pas de disposition analogue à celle du code AFEP-MEDEF susvisée ;
- enfin, il convient de souligner, qu'en tout état de cause, la mise en œuvre de la règle « *appliquer ou expliquer* » permet aux émetteurs de s'écarter d'une recommandation de leur code de gouvernance de référence en s'expliquant de manière circonstanciée et pertinente. Au surplus, il sera observé que conformément à la hiérarchie des normes, si une modification législative devait intervenir, il appartiendrait alors au code AFEP-MEDEF de s'adapter.

⁴⁹ Version du 23 mai 2016 : « hors dispositions légales contraires, l'administrateur doit être actionnaire à titre personnel et, en application des dispositions des statuts ou du règlement intérieur, posséder un nombre **relativement significatif** d'actions au regard des jetons de présence perçus. A défaut de détenir ces actions lors de son entrée en fonction, il doit utiliser ses jetons de présence à leur acquisition » ; version du 20 juin 2018 : « Hors dispositions légales contraires, l'administrateur doit être actionnaire à titre personnel et, en application des dispositions des statuts ou du règlement intérieur, posséder un nombre **minimum** d'actions, **significatif** au regard des jetons de présence alloués. A défaut de détenir ces actions lors de son entrée en fonction, il utilise ses jetons de présence à leur acquisition. »

⁵⁰ Cf. par ex. au Royaume Uni, the Investment Association Principles of Remuneration (voir [Annexe 3](#)).

⁵¹ Cf. préambule du Code AFEP-MEDEF : « Les présentes recommandations s'adressent aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. » (Voir aussi dans ce sens l'art. 46 bis de la directive CE n° 2006/46/CE du 14 juin 2006).



2.2.3 - Le lien entre mandat d'administrateur et détention de capital : l'absence de modèle cohérent en droit français

La question suscitée de la préservation de l'indépendance des administrateurs est en réalité le reflet d'un débat doctrinal français de longue date relatif à la question de savoir si l'administrateur doit être également actionnaire de la société. Le droit français a longtemps posé l'obligation pour les administrateurs d'être propriétaires d'actions de la société⁵². Ainsi qu'il a été observé, « pendant très longtemps, l'entrée au sein du conseil d'administration était subordonnée au fait que l'administrateur soit actionnaire de la société dont il allait participer à la direction. Il s'agissait là d'une exigence ancienne déjà posée par la loi du 24 juillet 1867, selon laquelle les administrateurs devaient obligatoirement compter parmi les actionnaires, et confirmée par la loi du 24 juillet 1966, qui disposait que le nombre d'actions possédées par un administrateur ne pouvait être inférieur à celui statutairement exigé pour pouvoir voter aux assemblées générales ordinaires (L. n° 66-537, 24 juill. 1966, art. 95, al. 1^{er}) »⁵³. La prévision d'un seuil minimal de détention d'actions était une « contrainte technique nécessaire dans la mesure où, sous l'empire de la législation antérieure, les actions détenues par les administrateurs, ou plus exactement un certain nombre d'entre elles déterminé par les statuts, étaient réputées indisponibles parce qu'affectées à la garantie de la gestion des administrateurs »⁵⁴. Mais cette garantie est devenue illusoire en raison du faible nombre d'actions généralement affectées par les statuts, de sorte que l'indisponibilité a été supprimée par la loi n° 88-15 du 5 janvier 1988 relative au développement et à la transmission des entreprises. L'article L. 225-25, alinéa 1^{er}, du code de commerce, dans sa nouvelle rédaction issue de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, ne comportait donc plus d'exigence de ce seuil minimal mais disposait néanmoins que « chaque administrateur [devait] être propriétaire d'un nombre d'actions de la société déterminé par les statuts ».

Souvent analysée comme une « contrainte inutile et inefficace à atteindre les objectifs traditionnels qui lui étaient assignés »⁵⁵, l'obligation pour l'administrateur d'être actionnaire a, par la suite, été supprimée par la loi n° 2008-476 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie. Le code de commerce dispose désormais, en son article L. 225-25, que « les statuts peuvent imposer que chaque administrateur soit propriétaire d'un nombre d'actions de la société qu'ils déterminent ». Il s'agit donc d'une simple possibilité de prévoir, pour les rédacteurs de statuts, une exigence de détention d'actions de la part des administrateurs. En cas de silence des statuts, les administrateurs ne sauraient donc y être tenus.

⁵² Un auteur note qu'historiquement, « les administrateurs étaient toujours pris parmi les actionnaires et, le plus souvent, parmi les gros actionnaires, ce qui était déjà la pratique sous l'Ancien Régime. C'était là, pensait-on, une garantie de sérieux dans la gestion. C'était aussi une sécurité pour tout le monde, car on demandait à ces actionnaires de déposer leurs actions dans les caisses de la société où elles serviraient au paiement des créanciers en cas de négligences des administrateurs et de difficultés de la société » (Paul Didier, *Droit commercial*, t. 2, *Les entreprises en société*, PUF, 1993, p. 334).

⁵³ Jean-Christophe Pagnucco, *JurisClasseur Sociétés Traité*, Fasc. 130-20 : Administration - Conditions de nomination des administrateurs, décembre 2013, n°16.

⁵⁴ Jean-Christophe Pagnucco, *Ibid.*, n°16.

⁵⁵ Jean-Christophe Pagnucco, *Ibid.*, n°19.



En dépit de la suppression de l'obligation légale pour les administrateurs d'être propriétaires d'actions de la société, certaines normes de *soft law* continuent de prescrire une telle détention. C'est le cas du code AFEP-MEDEF, selon lequel « *hors dispositions légales contraires, l'administrateur doit être actionnaire à titre personnel et, en application des dispositions des statuts ou du règlement intérieur, posséder un nombre minimum d'actions, significatif au regard des jetons de présence alloués. À défaut de détenir ces actions lors de son entrée en fonction, il utilise ses jetons de présence à leur acquisition* »⁵⁶.

Différentes explications ont été avancées pour justifier l'obligation légale – aujourd'hui disparue – pour les administrateurs d'être propriétaires d'actions de la société. L'explication la plus courante s'appuie sur la thèse de l'alignement des intérêts et postule qu'un administrateur est plus impliqué dans la gestion des affaires sociales s'il est également actionnaire. Il est ainsi affirmé que la volonté de préserver, au sein de la société anonyme, le lien entre la détention du pouvoir et la détention du capital, procédait de l'idée selon laquelle « *la bonne exécution de sa mission par l'administrateur serait mieux garantie par le fait que son sort et ses intérêts sont, même à une échelle minimale, liés à ceux de la société qu'il est chargé d'administrer* »⁵⁷. D'autres auteurs ont noté que « *la raison, souvent avancée à l'appui de cette solution qui manifeste particulièrement le caractère capitaliste du mode classique de direction de la société anonyme, a été liée au fait que l'administrateur, s'il est actionnaire, est incité à apporter à la gestion des affaires sociales une attention particulière. Il y avait sans doute là beaucoup d'illusions, la qualité d'actionnaire pouvant être acquise, le cas échéant, par la détention d'une seule action* »⁵⁸.

Les points de vue ne sont toutefois pas unanimes sur le sujet. Certains auteurs ont ainsi pu plaider pour que les administrateurs détiennent une fraction importante des titres de la société. C'est notamment le cas de Ripert et Roblot qui considéraient qu'« *il est fâcheux que les administrateurs n'aient pas un intérêt important dans la société* »⁵⁹. D'autres auteurs, à l'inverse, ont pu souligner les risques résultant d'une détention, éventuellement collective, d'un nombre significatif d'actions de la part des administrateurs, en s'inquiétant notamment pour « *la liberté d'esprit du conseil* »⁶⁰.

⁵⁶ AFEP-MEDEF, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, juin 2018, §19, p. 17.

⁵⁷ Jean-Christophe Pagnucco, *Ibid.*, n°16.

⁵⁸ J. Hémar, F. Terré et P. Mabilat, *Sociétés commerciales*, Dalloz, t. I, 1972, n° 807, p. 695.

⁵⁹ Georges Ripert, *Traité élémentaire de droit commercial*, 7e éd. Par René Roblot, LGDJ, 1972, n°1267, p. 707.

⁶⁰ V. not. Joseph Hamel, Gaston Lagarde, Alfred Jauffret, *Droit commercial*, t.1, 2^e éd., Dalloz, 1980, n°637, p. 363, qui notent qu'« on s'est demandé si la meilleure garantie ne consisterait pas à imposer sinon à chaque administrateur du moins à l'ensemble du conseil, la possession d'une fraction importante du capital. Il est raisonnable d'exiger un intérêt minimum dans l'affaire chez ceux qui la dirigent, et l'on pourrait venir à bout de certaines difficultés, par exemple en admettant un taux dégressif pour les sociétés à capital élevé. Mais les inconvénients l'emportent peut-être sur les avantages. La liberté d'esprit du conseil, en face d'une augmentation de capital par exemple, ne resterait pas entière ».



Il a également été soutenu que l'obligation pour les administrateurs d'être actionnaires est « *discutable et artificielle* »⁶¹.

Si la doctrine semble majoritairement favorable à ce que les administrateurs détiennent des actions⁶², force est de constater que l'évolution de la législation s'est faite « *en sens contraire* »⁶³. La suppression, par la loi n° 2008-476 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie⁶⁴, de l'obligation pour les administrateurs d'être propriétaires d'actions de la société a ainsi pu être décrite comme « *fortement à contre-courant dans le cadre de l'amélioration de la gouvernance des entreprises. D'autant que cet alignement des intérêts des mandataires sociaux sur ceux des actionnaires apparaît comme un point important pour les professionnels qui y voient un facteur de discipline des mandataires et d'assurance*

⁶¹ En 1986, la Commission, présidée par Robert Badinter, chargée de proposer des mesures d'allègement en matière de droit des sociétés avait recommandé, dans sa proposition n°34, la « suppression de l'obligation pour les administrateurs d'être actionnaires ». La Commission avait notamment considéré que :

« L'obligation, pour les administrateurs, de détenir les actions « affectées en totalité à la garantie des actes de gestion » paraît désuète et inutile. En effet, aucune détention d'une part minimale du capital n'est exigée, souvent le nombre d'actions détenues par les administrateurs est très faible et tout à fait insuffisant pour assurer une réelle garantie des actes de gestion, et même pour intéresser personnellement l'administrateur aux résultats de sa gestion.

L'obligation pour les administrateurs d'être actionnaires est elle-même discutabile et artificielle. Les administrateurs sont souvent aujourd'hui des « managers » extérieurs à la société, choisis pour leur compétence, ou des salariés d'autres sociétés du groupe, choisis par la société mère pour les mêmes raisons de compétence, plutôt que des propriétaires de l'entreprise. La situation est en fait la même que pour les membres du directoire. Par ailleurs l'obligation légale n'ajoute rien, si ce sont effectivement les propriétaires qui siègent au conseil.

La suppression de l'obligation pour les administrateurs d'être actionnaires s'impose donc. Elle faciliterait considérablement la mise en œuvre de la proposition visant à réduire le nombre minimal d'actionnaires. » (Commission chargée de proposer des mesures d'allègement en matière de droit des sociétés, Rapport, 1986, pp. 31-32).

⁶² V. Bruno Dondero, *La qualité d'actionnaire de l'administrateur : lien naturel ou facteur de risques pour l'indépendance du mandataire social (à propos de l'art. 57, I de la LME)*, RTDF, 2008, n°3, p. 67 : « N'est-il pas sain que les administrateurs soient « ancrés » dans la réalité de la société par la qualité d'actionnaire, et qu'ils ressentent, sinon dans leur chair, du moins dans leur patrimoine, les conséquences positives ou négatives de leur gestion ? On peut imaginer que l'administrateur sera plus prudent dans la gestion de la société si la décision prise par le conseil d'administration, en affectant le patrimoine social, affecte également celui du mandataire social ». V. égal. Paul Le Cannu, Bruno Dondero, *La qualité d'actionnaire requise de l'administrateur*, RTD com., 2011, p. 590.

⁶³ Georges Ripert, René Roblot, *Traité de droit des affaires, Les sociétés commerciales*, t. 2, 22^e éd., par Michel Germain et Véronique Magnier, 2017, LGDJ, n°2187, p. 457.

⁶⁴ Cette réforme a notamment été justifiée par une volonté de « simplifier le régime juridique des sociétés anonymes, en assouplissant la règle selon laquelle les administrateurs doivent détenir un certain nombre d'actions dans les sociétés non cotées » (Assemblée nationale, Avis présenté par Eric Ciotti au nom de la commission des lois sur le projet de loi de modernisation de l'économie, n°895, 15 mai 2008, p. 112). La réforme a également été présentée comme une conséquence logique de la suppression des « actions de garantie », l'exigence légale de détention d'actions par un administrateur étant désormais décrite comme dépourvue de justification : « Si cette exigence [de détention d'actions] s'expliquait dans le cadre du régime dit des « actions de garantie », dont la vente permettait de dédommager la société en cas de faute de gestion de leurs détenteurs, elle ne répond plus à une réelle justification dès lors que ce régime a été supprimé en 1988 » (Sénat, Rapport fait par Laurent Béteille, Elisabeth Lamure et Philippe Marini au nom de la commission spéciale sur le projet de loi de modernisation de l'économie, n°413, 24 juin 2008, p. 212).



d'un exercice éclairé et loyal de leurs fonctions »⁶⁵. Ces évolutions du législateur semblent traduire une absence de modèle cohérent en droit français s'agissant des liens entre mandat d'administrateur et détention de capital, et des relations qui en découlent.

2.2.4 - L'impact sur la gestion du caractère potentiellement court-termiste d'une rémunération sous forme d'octroi de BSA

Une autre critique pourrait venir de la nature potentiellement court-termiste d'une rémunération sous forme d'octroi de BSA pour les administrateurs de sociétés « *techs* » cotées en bourse. En effet, les administrateurs rémunérés par des BSA pourraient favoriser des décisions de gestion privilégiant l'atteinte de résultats à court terme de nature à favoriser la hausse du cours de bourse de la société au détriment de décisions stratégiques de moyen / long-terme.

Toutefois, il n'existe à notre connaissance aucune démonstration d'une corrélation entre le fait de détenir des actions ou des BSA de la société émettrice et le fait de favoriser des décisions de gestion de la société privilégiant l'atteinte de résultats à court terme⁶⁶. Alors qu'il est une pratique courante que les administrateurs conservent (ou doivent conserver) des actions de leur société pendant la durée de leur mandat, on pourrait, de la même manière, prévoir que les BSA (ou les actions issues de l'exercice des BSA) fassent l'objet d'un engagement de conservation pendant la durée du mandat des administrateurs bénéficiaires, et éventuellement pendant une certaine durée après la fin de leur mandat. Pour plusieurs membres du groupe de travail, l'introduction d'une telle période d'indisponibilité serait nécessaire. L'ajout d'un tel principe dans la proposition de texte qui introduirait une possibilité de rémunération des administrateurs sous la forme de bons pourrait toutefois constituer un élément de complexité de nature à rendre plus difficile l'adoption d'une réforme à brève échéance. D'autres membres du groupe de travail suggèrent qu'un tel principe soit plutôt inscrit dans les règles de bonnes pratiques de gouvernance.

2.2.5 - L'absence de régime fiscal défini source d'insécurité juridique

Il convient de rappeler tout d'abord les principes régissant le traitement fiscal des rémunérations perçues par les administrateurs.

⁶⁵ Jean-Marc Moulin, Cheik Galokho, *JurisClasseur Commercial*, Fasc. 1350 : *Sociétés anonymes - Gouvernance des sociétés*, décembre 2017, n°76.

⁶⁶ On notera toutefois l'existence de certaines publications, notamment d'auteurs américains, illustrant les mérites d'une rémunération des dirigeants dont la partie variable est indexée sur la performance à long terme de la société (par opposition à l'atteinte de résultats à court terme).



2.2.5.1 - Régime fiscal des jetons de présence et des rémunérations exceptionnelles versés aux administrateurs

Du point de vue des bénéficiaires⁶⁷ :

- les jetons de présence « ordinaires » en rémunération de la participation aux séances du conseil sont imposables en totalité selon le régime des plus-values de valeurs mobilières avec application du prélèvement forfaitaire unique au taux de 30 %⁶⁸ ;
- les rémunérations exceptionnelles sont imposables au nom des bénéficiaires comme bénéfices non commerciaux (dès lors que les prestations rémunérées s'exercent en dehors d'un contrat de travail et de tout lien de subordination).

2.2.5.2 - Régime fiscal des gains issus des BSA

Il n'existe pas de régime fiscal particulier encadrant les gains pouvant résulter de la cession des BSA ou des actions sous-jacentes. En tant que valeur mobilière, ces gains devraient par principe relever de la fiscalité des gains de cession sur valeurs mobilières. Toutefois, s'agissant de titres permettant à leurs titulaires de souscrire, pendant une période, un certain nombre d'actions à un prix (généralement) fixé au jour de leur émission, ils recèlent systématiquement une valeur optionnelle significative. Corrélativement, la détermination de la valeur exacte du BSA peut être source de discussions avec les administrations fiscale et sociale.

Ainsi, sous l'angle de la qualification fiscale, deux hypothèses doivent être distinguées :

- (i) si le BSA a été souscrit au juste prix et n'est pas conditionné au maintien de l'administrateur au conseil, le gain devrait comme indiqué précédemment relever d'une imposition selon le régime des plus-values. En effet, dès lors que les BSA ont été souscrits au juste prix, le cas échéant déterminé ou confirmé par expert, le régime fiscal des gains procédant des BSA devrait relever de la fiscalité du capital (*i.e.*, imposition du gain de cession des actions sous-jacentes selon le régime des plus-values de valeurs mobilières avec application du prélèvement forfaitaire unique au taux de 30 %) ;

⁶⁷ Du point de la vue de la société, constituent une charge déductible pour la détermination du résultat fiscal :

- les jetons de présence, rémunérant un travail effectif et n'excédant pas certaines limites fixées par l'article 210 sexies du code général des impôts ; et
- les rémunérations exceptionnelles allouées aux administrateurs et aux membres du conseil de surveillance pour des missions particulières ou certains mandats (qui ne sont pas exagérées).

⁶⁸ Toutefois, les jetons de présence supplémentaires attribués aux administrateurs exerçant des fonctions de direction (jetons de présence dits « spéciaux ») sont imposables dans la catégorie des traitements et salaires.



(ii) si le BSA est souscrit à valeur décotée ou attribué de façon gratuite (ce qui fait courir en principe la nullité de l'émission et la mise en cause potentielle de l'administrateur, s'agissant d'une forme de rémunération interdite), le gain devrait, par analogie avec la requalification en avantage de nature salariale lorsque le bénéficiaire des BSA est dirigeant ou salarié⁶⁹, relever du barème progressif de l'impôt sur le revenu dans la catégorie des bénéficiaires non commerciaux, et non dans celle des traitements et salaires (puisque l'administrateur n'est pas salarié). La difficulté principale qui se pose par ailleurs dans ce cas-là est la question de la valorisation du bon (cf. à cet égard la section 3.2.1 *infra* et la suggestion de l'introduction d'un régime de « *safe harbour* » légal, restant toutefois délicat à déterminer).

2.2.6 - Le risque d'atteinte au principe constitutionnel d'égalité

Si une réforme venait à limiter le type de sociétés pouvant octroyer des BSA à ses administrateurs, il convient de s'interroger sur le risque potentiel d'atteinte au principe constitutionnel d'égalité qui découlerait de la différence de traitement entre les sociétés pouvant attribuer des BSA à leurs administrateurs en vertu de la loi nouvelle et les autres sociétés.

Lorsqu'il examine un grief tiré de la méconnaissance du principe d'égalité, le Conseil constitutionnel procède à un raisonnement en deux temps. Le premier porte sur la constatation, ou non, d'une différence de traitement. Cette différence ressort en général de la loi elle-même lorsque celle-ci a pour objet de répartir des droits ou des obligations. Elle résulte alors de ce que le texte exclut certaines personnes ou situations du champ d'application des règles qu'il pose. Le deuxième temps du contrôle porte sur les motifs susceptibles de justifier la différence de traitement : une différence de situation ou une raison d'intérêt général. Le Conseil constitutionnel s'assure de la réalité de l'un ou de l'autre. Il vérifie ensuite que la différence de traitement est en rapport direct – c'est-à-dire en adéquation rationnelle – avec l'objet de la loi qui l'établit.

En l'espèce, l'aménagement, au seul profit des « *biotechs* » ou sociétés « *tech* » d'une dérogation aux règles de rémunération des administrateurs créerait une différence objective de traitement entre sociétés. Ce traitement de faveur ne saurait se justifier par une quelconque différence de situation, dans la mesure où on pourrait considérer que d'autres sociétés partagent les caractéristiques propres à ces sociétés (cycles d'investissement longs, investissements R&D conséquents, gestion tendue de la trésorerie, présence significative de dirigeants reconnus dans le secteur qui confortent les perspectives de recherche et d'obtention de licences, etc.). En revanche, il pourrait être motivé par une raison d'intérêt général tenant à la nécessité de favoriser le développement et la pérennité de ces entreprises.

⁶⁹ Voir, notamment, au plan social, CA Paris, n° 14/02741 du 6 juillet 2017, Lucien Barrière ; au plan fiscal, CE, n° 365573, 26 septembre 2014, Gaillochet.



Certains régimes existants restreignent d'ores et déjà leur application à certaines sociétés, dont les critères pourraient correspondre aux sociétés ayant exprimé un besoin de rémunérations alternatives de leurs administrateurs. Ainsi, en droit fiscal et social, a été défini le statut de « *jeune entreprise innovante* » (JEI), à propos duquel il convient de noter l'existence d'une jurisprudence du Conseil constitutionnel (décision n° 2015-466 QPC du 7 mai 2015, Epoux P.)⁷⁰ qui a admis une différence de traitement entre les sociétés, établie au profit des JEI. Quant au régime des BSPCE (détaillé plus amplement à la section 3.2.1 ci-après), comme décrit ci-avant, il est restreint aux « *jeunes* » sociétés immatriculées depuis moins de quinze ans, car leur mise en place visait à répondre aux besoins de ces « *entreprises qui se créent ou se développent* » de « *personnel très qualifié et motivé, sans avoir dans l'immédiat les moyens de lui offrir des rémunérations suffisamment attractives* »⁷¹. La différence de traitement concernant le champ d'application des sociétés éligibles à l'octroi des BSPCE se justifiait ainsi par une raison d'intérêt général tenant au fait que les sociétés en croissance ont besoin de se doter de collaborateurs expérimentés en leur offrant un intéressement au capital, à défaut de pouvoir leur proposer une rémunération attractive compte tenu de leur profil d'entreprises en éclosion. Ce motif permettrait certainement d'ailleurs, si l'on élargissait le régime des BSPCE aux administrateurs, de justifier par analogie qu'une telle mesure est en adéquation avec un but d'intérêt général.

S'il semble que, pour des sociétés innovantes (définies sur des critères équivalents à ceux retenus par la législation fiscale pour les JEI – cf. section 2.3.2 *infra*), le Conseil constitutionnel estimerait probablement que la mesure envisagée est en adéquation avec un but d'intérêt général (leur permettre de recruter les meilleurs talents et favoriser leur croissance), il apparaît en revanche plus délicat, d'un point de vue constitutionnel, de restreindre le bénéfice d'une telle réforme aux seules sociétés « *biotechs/medtechs* », sans en faire bénéficier d'autres sociétés qui partagent des caractéristiques communes (cf. *supra*) mais opèrent dans un secteur d'activité autre que les biotechnologies ou la santé.

2.3 - Les questions soulevées par la délimitation du périmètre des sociétés bénéficiaires d'une éventuelle réforme

2.3.1 - Les sociétés du secteur des biotechnologies et de la santé (les « *biotechs* » et « *medtechs* »)

Sur la base d'un échantillon de sociétés du secteur des biotechnologies et de la biopharmaceutique pour lesquelles la documentation financière a été revue par l'AMF depuis le 1^{er} janvier 2018, les

⁷⁰ Dans cette décision, le Conseil a considéré qu'en octroyant le bénéfice de l'exonération d'impôt sur le revenu pour les plus-values de cession de parts de sociétés relevant du statut de jeune entreprise innovante, le législateur avait entendu « favoriser le financement de jeunes entreprises innovantes par des personnes physiques susceptibles d'accompagner le développement de ces entreprises et de contribuer à leur croissance sans néanmoins déterminer leurs décisions » et avait poursuivi ainsi « un but d'intérêt général ».

⁷¹ Rapport du Sénat n° 85 fait au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi de finances pour 1998.



services de l'AMF ont constaté qu'un certain nombre de sociétés « *biotech* »/« *medtech* » cotées à Paris (Euronext et Euronext Growth) avaient attribué des BSA à des administrateurs non dirigeants à des conditions qui ne sont pas des conditions de marché. Cette pratique est confirmée par France Biotech : « *De manière habituelle, le BSA est alors attribué gratuitement ou à un prix relativement faible, afin de limiter la prise de risque et permettre un potentiel de hausse plus important pour ces administrateurs* » (les administrateurs visés étant les administrateurs « *externes* » à ces sociétés : universitaires, scientifiques de renom, ou encore anciens banquiers reconvertis, entrepreneurs ou investisseurs réputés) (cf. Annexe 6).

Il s'agit, pour la majeure partie d'entre elles, de jeunes sociétés (62% des sociétés « *biotech* »/« *medtech* » et assimilées ont moins de 10 ans, selon l'étude réalisée par France Biotech en octobre 2017)⁷² dont l'activité consiste en la réalisation de travaux de recherche et pour lesquelles le chiffre d'affaires lié à la commercialisation de leurs produits ne peut être réalisé qu'à long terme. Elles se caractérisent par l'importance qu'ont les brevets dans le développement de leur activité, ceux-ci constituant généralement leur principal actif. Certaines peuvent atteindre des capitalisations très importantes.

Ces sociétés investissent, en moyenne, entre dix et quinze ans, dans des études cliniques avant d'espérer en tirer des revenus significatifs. Ainsi, pour les « *medtechs* », il faut compter, en termes de durée de développement, 8 ans en moyenne pour le développement clinique et l'obtention d'une autorisation de mise sur le marché pour un médicament, et 3 à 7 ans entre la définition du concept et la mise sur le marché pour un dispositif médical ou un outil de diagnostic⁷³. Si ces sociétés bénéficient en général du Crédit Impôt Recherche (CIR) ainsi que de subventions (et quelquefois de revenus issus de contrats de licence ou de collaboration), ces revenus ne suffisent pas à couvrir leurs besoins en trésorerie, d'où les appels de fonds auxquels elles procèdent.

Ces sociétés font donc régulièrement appel au marché pour trouver les sources de financement nécessaires à la poursuite de leur activité. Ces levées de fonds visent à répondre aux objectifs stratégiques de ces sociétés (financement des activités de recherche) ou à permettre les investissements qui doivent les soutenir. Les « *biotech*s » françaises ont ainsi levé près de 800 M€ en 2016, ce qui fait de la France le second pays en Europe (après le Royaume-Uni, 1,3 Md€) en termes de montant de fonds levés dans ce secteur. Euronext est l'entreprise de marché la plus souvent choisie dans le cadre d'introduction en bourse de sociétés européennes spécialisées en sciences de la vie. Sur ces cinq dernières années, 75% des montants levés par IPO dans ce domaine l'étaient spécifiquement sur Euronext Paris⁷⁴. Cela fait donc de Paris une place phare pour le financement du secteur par

⁷² Sur la base d'un échantillon de 302 sociétés ayant répondu à l'enquête (source : France Biotech, *Panorama France Health Tech 2017*, 15^{ème} édition, p. 11).

⁷³ Joseph A. DiMasi et al. (2016). « *Innovation in the pharmaceutical industry: New estimates of R&D costs* », *Journal of Health Economics* (05/2016), et FDA. (2010). *Impact on U.S. Medical Technology Innovation*, cités par « *La French Health Tech – Faire de la France un leader mondial de la santé* », France Biotech, The Boston Consulting Group, novembre 2017.

⁷⁴ *Panorama France Biotech*. (2016) cité dans « *La French Health Tech – Faire de la France un leader mondial de la santé* » (*ibid.*).



introduction en bourse. En 2017, cinq « *biotechs* » françaises se sont introduites en bourse, levant au total près de 139 M€⁷⁵, et à ce jour, plus d'une soixantaine de « *biotechs* » et « *medtechs* » françaises sont cotées sur Euronext Paris.

Dans la mesure où la composition de leurs organes de gouvernance compte parmi les critères déterminants de leur attractivité et de leur crédibilité au sein de leur secteur, un grand nombre de ces sociétés procèdent ou envisagent de procéder⁷⁶ à l'attribution d'instruments financiers à leurs administrateurs, ce qui leur permet ou leur permettrait d'attirer des administrateurs de renom sans que cela ait un impact sur leur trésorerie. Dans un marché des « *biotechs* »/« *medtechs* » très international, l'attraction de talents au sein des conseils d'administration de sociétés françaises serait, selon plusieurs intervenants auditionnés par le groupe de travail (cf. liste en [Annexe 4](#))⁷⁷, plus difficile que dans d'autres pays, comme les États-Unis, où l'attribution d'instruments d'intéressement au capital (*stock-options*) aux administrateurs de « *biotechs* »/« *medtechs* » est une pratique courante. France Biotech indique ainsi, qu'en raison de l'interdiction légale d'attribuer aux administrateurs des actions gratuites, options de souscription ou d'achat d'actions ou BSPCE (sauf pour ceux qui sont soumis au régime fiscal des salariés, ce qui n'est généralement pas le cas des administrateurs « *externes* »), « *les BSA constituent donc le seul outil pour motiver des administrateurs à venir siéger au Conseil d'administration des sociétés françaises, surtout pour des profils internationaux très sollicités par ailleurs, qui connaissent bien et anticipent ce mode de rémunération.* » (cf. [Annexe 6](#)).

Toutefois, en restreignant aux seules « *biotechs* »/« *medtechs* » le champ de la réforme envisagée, celui-ci serait potentiellement trop étroit et priverait du bénéfice d'une telle réforme les autres sociétés du secteur « *tech* » rencontrant des problématiques similaires en matière de rémunération des administrateurs et comportant les mêmes caractéristiques économiques (cf. section 2.2.6 *supra*), même si selon certaines études, le secteur « *biotech* »/« *medtech* » présente certaines spécificités justifiant le besoin pour ces sociétés d'une attention particulière⁷⁸.

De plus, l'introduction d'une disposition législative dont le champ d'application serait restreint aux entreprises d'un seul secteur d'activité défini serait sans doute inédite, avec les incertitudes précédemment évoquées en termes de risque d'atteinte au principe constitutionnel d'égalité (cf. section 2.2.6 *supra*).

⁷⁵ Source : France Biotech, *Panorama France Health Tech 2017*, 15ème édition.

⁷⁶ Outre les sociétés dont l'AMF a relevé qu'elles avaient attribuées des BSA à un ou plusieurs membres de leur conseil d'administration ou de surveillance, une forte proportion des sociétés du secteur se sont dotées d'autorisation à cet effet laissant augurer l'attribution future de tels bons.

⁷⁷ Cette difficulté a été mentionnée par France Biotech, *Croissance Plus* et le directeur financier de la société française « *tech* » cotée au NASDAQ visée à la section 3.1.2 du rapport.

⁷⁸ Sont ainsi évoqués : des besoins de financements plus conséquents et de long terme, des besoins d'expertise accrus, un fort besoin d'accès à la recherche publique via des mécanismes dits de transfert de technologie et une prise en compte de l'imposante réglementation du secteur dans « *La French Health Tech – Faire de la France un leader mondial de la santé* » (*ibid.*).



2.3.2 - Les alternatives en termes de champ d'application d'une loi nouvelle

Dans l'hypothèse où il serait envisagé d'appliquer la réforme au-delà des seules « *biotechs* »/ « *medtechs* » afin de couvrir l'ensemble des sociétés dites « *sociétés innovantes* » ou sociétés « *tech* », celles-ci pourraient être définies – sur des critères équivalents ou par référence à ceux traditionnellement retenus par la législation fiscale (e.g. art. 44 *sexies* 0-A du code général des impôts régissant les jeunes entreprises innovantes) – comme :

- les PME au sens du droit de l'Union européenne (telles que définies par l'annexe I au règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014)...
- ... qui engagent des dépenses de recherche et de développement représentant une proportion significative de leurs charges annuelles (e.g. 15 %) et ...
- ... détenues directement ou indirectement par des personnes physiques ou des fonds ou sociétés de capital investissement.

Il est à noter à cet égard que France Biotech préconise la création d'un statut de « *JEI Plus* » qui serait conditionné à la réalisation de dépenses de R&D représentant 25 % des dépenses totales (versus 15 % dans le statut actuel)⁷⁹.

L'introduction d'une telle modalité d'intéressement des administrateurs de ce type de sociétés serait particulièrement novatrice dans la mesure où il n'existe pas, en droit des sociétés, de régime spécifique qui ne s'appliquerait qu'aux jeunes entreprises innovantes (au sens de l'art. 44 *sexies* 0-A du code général des impôts).

Se poserait donc la question de savoir si une telle réforme ne concernerait que les jeunes entreprises innovantes (au sens de la législation fiscale) ou s'il serait nécessaire d'introduire une définition plus large pour viser toutes les sociétés « *tech* » par leur catégorie d'activité. Il sera exposé, plus loin, que les membres du groupe de travail privilégient majoritairement un champ d'application d'une telle réforme permettant de couvrir la plupart des jeunes entreprises de croissance.

Une autre approche, moins novatrice et sans doute aussi plus simple, consisterait à réserver la mise en place de tels instruments aux sociétés immatriculées depuis moins de quinze ans, à l'image du régime des BSPCE, même si une telle mesure (qui ne fixerait pas d'autres critères d'éligibilité que la durée d'existence des sociétés) pourrait probablement soulever un risque d'atteinte au principe

⁷⁹ Source : France Biotech, *Panorama France Health Tech 2017*, 15^{ème} édition. Pour ces entreprises, la durée du statut serait allongée à 15 ans avec une sortie progressive à partir de la 12^{ème} année suivant la création. L'exonération serait appliquée à 100 % jusqu'à la fin de la 12^{ème} année puis de façon dégressive à 75 %, 50 % et 30 % les 3 années suivantes. Le plafond par établissement serait par ailleurs supprimé.



constitutionnel d'égalité. Il existe pourtant des arguments qui permettraient de justifier une différence de traitement et notamment une décision du Conseil Constitutionnel rendue le 25 juin 1998⁸⁰ rendue à propos de la conformité à la Constitution de l'article 92 de la loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier qui exonérait de cotisations sociales les gains réalisés sur les options de souscription ou d'achat d'actions exercées à compter du 1^{er} avril 1998 et attribuées avant le 1^{er} janvier 1997 par les sociétés immatriculées au registre du commerce et des sociétés depuis moins de quinze ans à la date d'attribution. Dans leur saisine, les sénateurs considéraient que la restriction de ce dispositif aux sociétés de moins de quinze ans créait, tant entre les sociétés attribuant des options qu'entre les salariés attributaires, une rupture de l'égalité devant les charges publiques justifiée par aucun motif d'intérêt général. Dans sa décision, le Conseil Constitutionnel a considéré « *qu'en limitant le bénéfice de cette mesure aux options attribuées par les sociétés immatriculées au registre du commerce et des sociétés depuis moins de quinze ans à la date d'attribution, le législateur a entendu prendre en considération les difficultés spécifiques que l'application de l'article 11 de la loi susvisée entraîne pour les «entreprises innovantes en phase de croissance» ; que, ce faisant, il ne s'est pas fondé sur un critère manifestement inapproprié à l'objet poursuivi* ». Il a ainsi été admis qu'un traitement différencié entre les jeunes entreprises de croissance et les autres entreprises n'était pas contraire à la Constitution.

III- De l'opportunité d'une réforme

3.1 - État des lieux des pratiques actuelles

3.1.1 - Panorama de droit comparé

En très grande majorité, les législations des principaux pays européens n'interdisent pas la rémunération en titres des administrateurs de sociétés de forme comparable aux sociétés anonymes françaises.

Les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux exécutifs sous forme d'actions ou de titres donnant accès au capital sont d'ailleurs assez fréquentes, par exemple au Royaume-Uni qui constitue d'ailleurs le pays leader en Europe en nombre d'entreprises et de produits « biotechs » en développement (le nombre de « *biotechs* »/« *medtechs* » au Royaume-Uni y est plus élevé qu'en France⁸¹).

⁸⁰ Décision n° 98-402 DC du 25 juin 1998, Loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

⁸¹ En 2016, le Royaume-Uni comptait 979 biotechs et 292 medtechs, contre 720 biotechs et 160 medtechs pour la France (source : France Biotech, Panorama France Health Tech 2017, 15^{ème} édition).



S'agissant des administrateurs non exécutifs ou administrateurs indépendants, la pratique de la rémunération sous forme d'actions ou de titres donnant accès au capital est généralement moins fréquente et elle est davantage encadrée par les codes de gouvernance (qui imposent par exemple une résolution spécifique motivée de l'assemblée générale, des conditions de conservation, etc.) mais elle n'est pas strictement prohibée. Dans ce contexte, les sociétés peuvent généralement choisir de recourir à de tels schémas de rémunération et d'apporter des éléments explicatifs au titre de la règle « *appliquer ou expliquer* ». Il est à noter toutefois que (de façon non contraignante) le code de gouvernance portugais prévoit que la rémunération des administrateurs non exécutifs ne doit pas comprendre de composantes liées à la performance de la société ou à sa valeur, et que le code belge de gouvernance d'entreprise 2009 préconise que les administrateurs non exécutifs ne reçoivent pas d'avantages en nature (interprété comme incluant des titres financiers de la société).

Par ailleurs, un administrateur de société belge peut recevoir une rémunération sous différentes formes, y compris sous forme de tantièmes (part du bénéfice distribuable d'une société attribuée aux administrateurs ou aux gérants par l'assemblée générale, chargée de décider de l'affectation du résultat et des avantages de toute nature obtenus en raison ou à l'occasion de l'exercice de l'activité professionnelle). Le code belge de gouvernance d'entreprise 2009 impose en principe que les administrateurs non exécutifs ne reçoivent pas de rémunération sous cette forme.

Le groupe de travail observe toutefois que les administrateurs non-dirigeants de certaines sociétés qui se sont introduites en bourse récemment en Belgique, place importante pour les sociétés de biotechnologies, pourraient bénéficier de rémunérations sous forme d'instruments financiers. Une société précise d'ailleurs, dans son document de base, que bien que les administrateurs non exécutifs ne peuvent percevoir en principe aucune rémunération liée aux performances, et aucune option ni aucun bon de souscription en tant qu'administrateurs, une telle attribution pourrait cependant être décidée par le conseil d'administration sur avis du comité des rémunérations dans le cas où l'octroi d'une rémunération liée aux performances serait nécessaire pour attirer ou conserver des administrateurs ayant l'expérience et l'expertise les plus pertinentes. La société déclare par ailleurs au titre la règle « *appliquer ou expliquer* » :

« The Company justifies this as it allows to limit the portion of remuneration in cash that it would otherwise need to pay to attract or retain (internationally) renowned experts with the most relevant skills, knowledge and expertise, and as this is customary for directors active in companies in the biotech and life sciences industry, and as the portion of the remuneration payable in options is limited ».

Le cas de l'Allemagne constitue une exception à ce qui précède. Cette spécificité est liée au mode de gouvernance de ces sociétés, puisque les sociétés allemandes de forme comparable aux sociétés anonymes françaises (*Aktiengesellschaft*) ont une structure de gouvernance bicéphale, composé d'un comité exécutif ou directoire (*Vorstand*) et d'un conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*) : si les dispositions législatives allemandes permettent que les membres du comité exécutif puissent se voir attribuer des rémunérations sous la forme de titres donnant accès au capital, cette faculté n'est toutefois pas ouverte aux membres du conseil de surveillance et ce, quelles que soient les caractéristiques de la société.



L'exemple américain de l'État du Delaware est aussi très instructif dans le cadre de cette analyse de droit comparé. La rémunération des administrateurs (exécutifs ou non, indépendants ou non) en actions y est très fréquente et recommandée⁸², et la pratique a développé de nombreux types d'instruments d'intéressement (*stock-options, restricted stocks, phantom shares, performance shares...*). La réglementation du *Delaware General Corporation Law* est très libérale à cet égard, étant précisé que les sociétés dont les titres sont cotés sur le NYSE ou le NASDAQ doivent soumettre les plans d'intéressement (*equity incentive plan*) à l'approbation des actionnaires. Il est à noter que ces deux entreprises de marché considèrent que la détention d'actions n'est pas un critère disqualifiant dans la qualification d'administrateur indépendant. La pratique, sous l'influence des actionnaires activistes, tend à éviter tout plan qui ne serait pas indexé sur des critères objectifs de performance de la société et/ou qui privilégierait une prise de risque excessive dans la gestion de la société.

S'il apparaît qu'en Europe, hormis l'exception allemande s'appliquant aux membres de conseils de surveillance (*Aufsichtsrat*) des *Aktiengesellschaft* (liée au mode de gouvernance de cette forme de sociétés), les administrateurs peuvent se voir octroyer des rémunérations sous la forme d'actions ou de titres donnant accès au capital (de manière moins courante, toutefois, pour les sociétés cotées au Royaume-Uni et pour les administrateurs non exécutifs belges et portugais), c'est surtout aux États-Unis que les mécanismes d'intéressement des administrateurs en vigueur pourraient être une source d'inspiration pour la France compte tenu de la place de ce pays sur ce marché mondial. En effet, si les États-Unis demeurent le premier marché mondial pharmaceutique, biopharmaceutique et des technologies médicales, devant l'Europe, la France est l'un des pays les plus dynamiques en termes de création de « *biotechs* »/« *medtechs* ». Rapporté à la population, le pays dispose de près de 18 start-ups de « *biotech* » et de « *medtech* » par million d'habitants, plus que les États-Unis et le Royaume-Uni, avec respectivement 10 et 13 entreprises par million d'habitants⁸³. Il apparaît ainsi, comme il l'a été vu (cf. section 2.3.1 *supra*), que la Place de Paris constitue une place phare pour le financement de ce secteur dans le cadre d'introductions en bourse, et que la principale concurrence pour le marché boursier français des « *tech* » vient davantage des États-Unis que des autres pays d'Europe.

Un tableau comparatif détaillant les pratiques ayant cours dans une sélection de pays européens et dans l'Etat du Delaware aux Etats-Unis est disponible en [Annexe 3](#).

3.1.2 - Analyse des pratiques et attentes des sociétés « *tech* » et « *biotech* » en France

Au cours de l'audition des intervenants dont la liste figure en [Annexe 4](#), plusieurs pratiques et attentes spécifiques aux sociétés « *tech* » et « *biotech* » en France ont pu être distinguées.

⁸² *Les Commonsense Principles of Corporate Governance* encouragent les sociétés à rémunérer leurs administrateurs en capital et à leur imposer la conservation de leurs titres pendant toute la durée de leur mandat.

⁸³ *Capital IQ, Orbis, Evaluate Pharma. Données extraites le 21/9/2017 (cité par « La French Health Tech – Faire de la France un leader mondial de la santé », France Biotech, The Boston Consulting Group, novembre 2017).*



3.1.2.1 - Les pratiques d'attribution de BSA par les sociétés « tech » et « biotech »

Si la forme sociale de SAS est majoritairement utilisée par les sociétés « tech » en général et par les « biotechs »/« medtechs » à leurs débuts, il apparaît toutefois que les « biotechs »/« medtechs » adoptent fréquemment le statut de SA, parfois bien avant leur introduction en bourse.

Pour les SAS, la contrainte de l'article L. 225-44 du code de commerce ne se pose pas puisque cette disposition ne leur est pas applicable. En outre, les membres des comités stratégiques, d'administration ou de surveillance de ces sociétés (qui ont plus ou moins le même rôle que celui du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de la SA) bénéficient fréquemment de BSA, tout comme les consultants et *business angels*⁸⁴. Pour autant, l'attribution de BSA par des SAS à titre gratuit ou pour un prix de souscription inférieur à leur valeur de de marché est une source d'incertitude juridique au regard de la procédure dite des « avantages particuliers » imposant que l'octroi d'un tel avantage ne soit soumis à l'approbation des actionnaires que sur la base d'un rapport émanant d'un commissaire indépendant spécialement désigné à cet effet par le président du tribunal de commerce ou à l'unanimité par les associés. Or, beaucoup de SAS omettent, sciemment ou non, d'avoir recours à cette procédure. De même, l'octroi de BSA par des SAS à des conditions qui s'écartent des conditions de marché soulève des problématiques fiscales. Pour ces raisons, il n'apparaît pas opportun de limiter la réforme envisagée aux seules sociétés anonymes.

Que les sociétés adoptent le statut de SAS avec comité stratégique ou de SA à conseil d'administration, l'organe de gouvernance des sociétés « tech » est composé généralement de trois catégories de membres : (i) les membres émanant des fondateurs (le plus souvent opérationnels, souvent majoritaires dans un premier temps mais progressivement dilués au profit des investisseurs à mesure des tours de financement successifs), (ii) ceux émanant d'investisseurs stratégiques et/ou financiers et (iii) les membres indépendants ne détenant pas de capital qui apportent leur expertise scientifique ou sectorielle⁸⁵.

Des membres du groupe de travail indiquent avoir constaté que les sociétés « tech » attribuant des BSA réservent plutôt leur attribution aux administrateurs indépendants. Dans ce sens, France Biotech précise que « la pratique de la plupart des sociétés membres de notre association, et notamment dans les biotechs, est d'attribuer des BSA à leurs administrateurs indépendants comme outil de rémunération. » (cf. [Annexe 6](#)).

⁸⁴ Source : audition du représentant de Croissance Plus (voir [Annexe 4](#)).

⁸⁵ Source : audition du représentant de Croissance Plus (voir [Annexe 4](#)).



Dans le cadre d'une réforme, faudrait-il en conséquence réserver l'attribution de BSA aux seuls administrateurs indépendants⁸⁶ ? Les avis des personnes auditionnées sont partagés : si certaines y voient une rupture d'égalité néfaste entre administrateurs⁸⁷, d'autres pensent au contraire qu'un accès des administrateurs indépendants (ou « *administrateurs externes* ») au capital introduirait une forme d'équilibre en termes d'intéressement par rapport aux autres administrateurs généralement détenteurs de capital.

En pratique, les services de l'AMF ont toutefois pu observer que la plupart des sociétés « *tech* » cotées n'attribuent pas de BSA à leurs administrateurs bien que des résolutions octroyant au conseil d'administration des délégations pour émettre de tels instruments soient fréquemment votées. Au surplus, il apparaît que certaines d'entre elles attribuent à leurs administrateurs tout à la fois des montants généreux de jetons de présence⁸⁸ et également des BSA, ce qui contredirait l'idée selon laquelle l'attribution de BSA serait justifiée par les contraintes de trésorerie de ces sociétés. Il convient toutefois de souligner que cette question ne peut pas être circonscrite aux seules sociétés cotées mais qu'elle intéresse également les sociétés non cotées du secteur qui constituent le plus grand nombre.

L'exemple d'une société française « *tech* » réputée et cotée au NASDAQ, qui attribue régulièrement des BSA à ses administrateurs indépendants, est très instructif pour refléter le besoin qu'ont les sociétés « *tech* » françaises d'intéresser leurs administrateurs au capital (cf. [Annexe 8](#)). Cette société, dont un représentant a été auditionné par le groupe de travail, considère qu'afin de rester compétitive, elle doit s'assurer que la composition de son conseil d'administration est en phase avec le marché nord-américain dans lequel elle évolue et être attractive dans sa recherche de talents. A cette fin, pour continuer à attirer et à retenir des administrateurs hautement qualifiés ayant l'expérience et une connaissance approfondie du secteur, elle cherche à offrir à ses administrateurs indépendants (les seuls qui reçoivent une rémunération) des rémunérations en phase avec la pratique du marché nord-américain de la technologie, ce qui implique des éléments d'intéressement au capital.

La rémunération annuelle perçue par chaque administrateur indépendant est ainsi composée de jetons de présence dont une partie est versée en numéraire et une partie est réinvestie en instruments d'intéressement au capital, sous forme de BSA, conformément à la pratique du marché nord-américain de la technologie. Par cette pratique, la société a pu ainsi faire venir à son conseil stratégique et à son conseil d'administration des personnalités très reconnues dans son secteur d'activité alors que l'entreprise était encore jeune, avec peu de ressources, sur un marché nouveau.

⁸⁶ Ou plutôt, au vu des débats qui pourraient porter sur le principe d'indépendance des administrateurs à qui seraient attribués des BSA, aux « *administrateurs externes* », définis par le Code Middledext (Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises) par opposition aux « *administrateurs internes* » qui exercent une activité dans l'entreprise (dirigeants ou administrateurs salariés par exemple).

⁸⁷ Dans ce sens, cf. courrier de l'IFA : « *l'IFA rappelle tout d'abord l'importance de l'égalité de traitement des administrateurs au risque de créer des catégories préjudiciables à la collégialité du Conseil et à l'alignement des intérêts.* » ([Annexe 7](#)).

⁸⁸ SBF 120 – Baromètre IFA – Ethics & Boards de la composition des Conseils - 31 décembre 2017.



Dans la pratique, les administrateurs devant s'acquitter du prix de souscription des BSA (ceux-ci ne pouvant constituer une forme de rémunération conformément au droit français), ils reçoivent alors des jetons de présence supplémentaires équivalents en valeur au prix de souscription des BSA (correspondant à la juste valeur de marché du BSA), majoré du montant de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux le cas échéant applicables, afin de pouvoir souscrire à ces BSA par voie de compensation avec le montant desdits jetons de présence.

Pour une majorité des membres du groupe de travail, cette solution reste toutefois imparfaite, notamment sur le plan fiscal, dès lors que la quote-part du montant des jetons de présence reçue par les administrateurs en vue de souscrire des BSA est soumise à l'impôt sur le revenu (le cas échéant sous forme de retenue à la source lorsque le bénéficiaire n'est pas fiscalement domicilié en France) et aux prélèvements sociaux. Comme précédemment mentionné, cet effet fiscal peut, en pratique, être compensé par la société grâce à une majoration du montant des jetons de présence versés, ce qui fait, toutefois, peser sur cette dernière un effort de trésorerie supplémentaire. Le représentant de cette société explique qu'au cas présent le montant restant des jetons de présence attribués aux administrateurs français sert bien souvent à payer le montant de l'impôt correspondant, alors que le gain futur lié à la cession des actions attribuées sur exercice des bons reste finalement très incertain.

Cette solution est également imparfaite pour des raisons de relations actionnariales (en y ajoutant le rôle majeur des agences de conseil de vote) parce qu'elle suppose d'accroître de manière très significative l'enveloppe des jetons de présence soumise au vote de l'assemblée générale des actionnaires, ce que la plupart sociétés ont des réticences à proposer, anticipant le mauvais accueil qui y serait réservé.

Pour ces raisons, le représentant de cette société explique qu'il est selon lui essentiel de définir un mécanisme d'intéressement des administrateurs pour les sociétés « *tech* », et tout particulièrement pour celles ayant des perspectives de développement à l'international, car ces sociétés de taille moyenne ne sont pas suffisamment « *attirantes* » pour les administrateurs de qualité. A cet égard, l'introduction d'une réforme devrait pouvoir bénéficier à l'ensemble des sociétés « *tech* » et pas seulement aux « *biotechs* »/ « *medtechs* ».

Il est à noter enfin que l'attribution de BSA par cette société est conditionnée à la participation effective à 80 % au moins des réunions physiques du conseil d'administration ; dans le cas contraire, le nombre de BSA qui leur sera attribué est réduit à due concurrence. A notre avis, plutôt que de conditionner l'attribution des BSA à l'assiduité des administrateurs – laquelle nous paraît être une contrepartie naturelle au bénéfice du mandat d'administrateur et à l'octroi de jetons de présence – le fait de devoir conserver les actions souscrites dans le cadre de l'exercice des bons pendant une certaine période à l'issue du mandat (1 an ou 2 ans par exemple) serait peut-être plus pertinent pour répondre aux critiques sur le risque du caractère potentiellement court-termiste de cette forme de rémunération (qui ne semble par ailleurs pas réellement démontré).

Plus généralement, il est porté à la connaissance du groupe de travail que la majorité des sociétés françaises cotées sur le Nasdaq (tous secteurs confondus) attribuent communément des BSA à leurs



administrateurs indépendants (mais aussi parfois à des consultants externes). Cette solution est souvent présentée, dans les rapports annuels ou proxy statements de ces sociétés, comme étant un mécanisme d'intéressement comparable à celui des BSPCE ou encore des stock-options ou actions gratuites qui ne peuvent pas être attribués aux administrateurs non exécutifs en l'état actuel des textes. Elle est également souvent justifiée comme étant un moyen d'attirer des personnalités qualifiées au sein de leur conseil d'administration.

Par ailleurs, parmi les 68 sociétés de l'échantillon apparaissant en Annexe 2, une majorité (36 au moins) est dotée de délégations financières permettant actuellement l'attribution de BSA aux membres de leur conseil d'administration ou de surveillance, sans préjudice naturellement de l'attribution passée ou future éventuelle de tels bons par d'autres sociétés de l'échantillon.

Enfin, un membre du groupe de travail, avocat consultant régulièrement des sociétés de croissance française (cotées ou non), ajoute que la majorité (voire la grande majorité) de la centaine de sociétés « *tech* » et « *biotech* »/« *medtech* » conseillées par son cabinet (dont 1/3 environ sont cotées) ont attribué des BSA à leurs administrateurs indépendants ou envisagent de le faire.

3.1.2.2 - L'opportunité d'une réforme s'appliquant à l'ensemble des sociétés « *tech* » et « *biotech* »

Il ressort des auditions que les sociétés « *biotechs* »/« *medtechs* », cotées ou non, font face à deux principales contraintes :

- leur activité se caractérise par un besoin en fonds de roulement élevé, sans pour autant générer de revenus avant un stade avancé de développement ; et
- dans un marché des « *biotechs* »/« *medtechs* » immédiatement mondial, l'attraction de talents aux conseils d'administration de sociétés françaises peut se révéler plus difficile que dans d'autres pays, comme les États-Unis pour des sociétés encore jeunes ou bénéficiant de peu de renommée.

Toutefois, les sociétés du secteur « *tech* » en général partagent un certain nombre de similarités : des innovations souvent portées par une technologie numérique sous-jacente, un marché mondial en expansion rapide et une concurrence mondiale pour les meilleurs talents. Pour plusieurs intervenants auditionnés⁸⁹, pouvoir rémunérer les administrateurs en bons ou en titres répondrait non seulement aux besoins des sociétés « *tech* » en termes de gestion de trésorerie mais permettrait aussi de favoriser le développement de l'industrie « *tech* » en France et par conséquent de générer des bénéfices importants pour la société et l'économie française.

⁸⁹ Avis exprimé par France Biotech, Croissance Plus et le directeur financier de la société française « *tech* » cotée au NASDAQ visée à la section 3.1.2 du rapport.



La plupart des personnes auditionnées estiment qu'une limitation du champ de la réforme aux sociétés immatriculées depuis moins de quinze ans permettrait d'englober dans ce champ la plupart des sociétés « *tech* » ayant un tel besoin.

Pour Croissance Plus, au-delà des seules sociétés « *biotechs* »/« *medtechs* », il est essentiel que les jeunes entreprises de croissance soient accompagnées de « *personnalités qualifiées* », principalement des entrepreneurs, actifs ou non actifs et des investisseurs, en ce compris des *business angels*, qui leur apportent (i) leur grande expérience du secteur d'activité de l'entreprise et des problématiques auxquelles elles sont confrontées et (ii) un réseau étendu. Ce partenariat entre un ou plusieurs « *mentors* » et l'entrepreneur est la clef de la réussite de nombreuses entreprises de croissance (cela contribue notamment à conforter les investisseurs dans le choix de leur investissement). Or, ne pouvant attribuer à ces « *mentors* » lorsque ces derniers ont la qualité d'administrateur (ou de membre de conseil de surveillance ou organe statutaire équivalent) des *stock-options*, des actions gratuites ou des BSPCE, ces entreprises leur attribuent des BSA en dépit des incertitudes pesant sur le régime fiscal et social applicable au gain réalisé lors de la vente des actions acquises au résultat de l'exercice des bons. Croissance Plus a fait ainsi le constat que « *le nombre d'entreprises de croissance attribuant des BSA à leurs administrateurs ou leurs membres du conseil de surveillance ou d'un organe statutaire équivalent est très élevé, compte tenu du rôle primordial que ces personnes jouent dans le développement et la réussite de ces entreprises* » (cf. [Annexe 5](#)).

3.1.2.3 - Les attentes exprimées en faveur d'une amélioration de la compétitivité de la législation française

Il ressort des auditions du groupe de travail que les sociétés françaises « *tech* », et notamment les « *biotechs* »/« *medtechs* », en raison des contraintes évoquées *supra*, éprouvent généralement des difficultés à attirer à leurs conseils des administrateurs reconnus et talentueux.

Deux profils « *types* » d'administrateurs indépendants recherchés par les « *biotechs* »/« *medtechs* » peuvent être distingués :

- d'une part, des chercheurs, universitaires et scientifiques très reconnus et très sollicités par d'autres « *biotechs* »/« *medtechs* » à l'échelle mondiale (il s'agit en effet de personnes ayant développé des expertises très pointues, bien souvent spécifiques à des sous-domaines particuliers, et peu interchangeables, rendant ainsi la compétition internationale d'autant plus intense pour attirer les quelques experts mondiaux existants) ;
- d'autre part, d'anciens entrepreneurs ou investisseurs ayant une grande expérience du secteur d'activité de l'entreprise ou des problématiques auxquelles elle est confrontée (*e.g.* développement commercial aux États-Unis, négociation avec de grands groupes pharmaceutiques, opérations



de fusions-acquisitions...) et qui bénéficient d'un réseau étendu. Ce profil est essentiel pour le développement de « *biotechs* »/« *medtechs* » françaises à l'étranger, notamment aux États-Unis, lequel nécessite de nombreux contacts en vue de la création de partenariats et de l'octroi de licences⁹⁰.

L'environnement international très compétitif des secteurs « *tech* » et « *biotech* »/« *medtech* » rendrait difficile l'attraction de ces types d'administrateurs au conseil d'administration des sociétés françaises de ce secteur. Il est à cet égard souligné que la France compte parmi les pays leaders en Europe dans l'émergence de petites sociétés de santé⁹¹, et que le modèle à suivre en termes d'intéressement de ces administrateurs est celui en vigueur aux États-Unis plutôt que dans les autres pays européens. Ainsi, avec 720 sociétés de biotechnologie, la France est le troisième pays le plus dense en Europe, après l'Allemagne et le Royaume-Uni. Cependant, il s'agit du pays où le nombre moyen d'employés par entreprise est le plus bas (15 employés en moyenne comparé à 58 en Suisse ou 57 en Belgique) et les sociétés de biotechnologie françaises sont moins matures et ont plus de difficulté à croître⁹².

Il faut d'ailleurs rappeler que, tous types de sociétés confondues, les rémunérations proposées aux administrateurs en France sont bien inférieures à celles pratiquées au Royaume-Uni (de 30% à 40%) et aux États-Unis (les montants avoisinent généralement de 300.000 à 400.000 USD)⁹³ – pays avec lequel la France est le plus en concurrence – et sont à peu près équivalentes à celles proposées dans les autres pays européens. Il est intéressant de relever à cet égard que les investisseurs étrangers détiennent en moyenne 25,4% du capital des sociétés françaises de « *health tech* » : la majorité est américaine (28%), britannique (13%) et suisse (11%)⁹⁴.

Le rôle des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) en France n'est pas à négliger, celles-ci rejetant systématiquement toute résolution relative à l'augmentation de la rémunération

⁹⁰ Dans ce sens, cf. courrier de France Biotech (*Annexe 6*): « les biotechs évoluent dans un environnement international, en compétition avec des sociétés qui réussissent à lever des montants substantiels sur d'autres marchés (et en premier lieu aux États-Unis). Dans la mesure où la composition de leurs organes de gouvernance compte parmi les critères déterminants de leur attractivité et de leur crédibilité au sein de leur secteur, la possibilité d'offrir des instruments financiers à leurs administrateurs est essentielle. Ainsi, les profils les plus recherchés se focalisent sur des universitaires ou scientifiques de renom, des anciens banquiers reconvertis, des investisseurs réputés en biotechs ou d'autres entrepreneurs dans des domaines connexes ou complémentaires à leur propre société. Ils sont courtisés de toutes parts et l'élément de rémunération (sous la forme d'une perspective de gain à moyen/long terme) est essentiel dans leur choix. »

⁹¹ Le positionnement de la France au niveau européen est flatteur : la France se classe 3^{ème} en nombre de sociétés « *biotechs* » après l'Allemagne et le Royaume-Uni, et 2^{ème} en nombre de produits de biotechnologie en développement. À noter que le marché pharmaceutique et biopharmaceutique européen se situe au 2^{ème} rang mondial après les États-Unis tout comme le marché des technologies médicales (source : France Biotech, *Panorama France Health Tech 2017*, 15^{ème} édition).

⁹² Source : France Biotech, *ibid.*

⁹³ Source : Institut Français des Administrateurs (audition de Madame Agnès Touraine, Présidente).

⁹⁴ Source : France Biotech, *ibid.*



des administrateurs⁹⁵ ou à l'attribution de *stock-options* ou de tout autre instrument financier donnant accès au capital. ISS, à cet égard, recommande un vote « *contre* » toute résolution proposant l'attribution de *stock-options* ou de rémunération sous forme d'instruments financiers basée sur de la performance (plans de *stock-options* et plans d'attribution d'actions gratuites, plans d'intéressement basés sur la performance pour les administrateurs non exécutifs). Cette recommandation résulte des données d'un sondage réalisé en 2015 et 2016 auprès des clients ISS duquel il ressortait que la majorité des investisseurs institutionnels considéraient que l'attribution d'instruments de capitaux et d'instruments basée sur des conditions de performance était un schéma de rémunération « *inapproprié* » pour les mandataires sociaux non-exécutifs.

Il est à noter toutefois que l'agence en conseil de vote Proxinvest n'est pas strictement opposée à l'attribution de BSA comme modalité de rémunération des administrateurs et précise même qu'une telle forme d'intéressement pourrait être acceptée dans des sociétés répondant aux caractéristiques des sociétés « *tech* » : « *La rémunération des administrateurs non exécutifs sous forme d'options ou d'actions gratuites est illégale aujourd'hui. Il ne semble toutefois pas que l'attribution d'actions gratuites en lieu et place des jetons de présence serait une pratique malsaine si ces dotations restent modérées et soumises au contrôle de l'assemblée générale. La rémunération d'administrateurs non exécutifs à travers des options (appelées juridiquement « bons de souscription d'actions ») ne semble au contraire généralement pas souhaitable. Toutefois cette forme de rémunération pourra être acceptée dans les valeurs moyennes aux moyens limités mais désirant attirer à leur conseil des personnalités indépendantes et compétentes, si elle n'atteint pas des valorisations significativement supérieures au jeton moyen observé dans les sociétés de même catégorie.* »⁹⁶

3.1.2.4 - Les difficultés que susciterait l'obligation d'une procédure d'expertise indépendante pour l'appréciation de la valeur de marché des BSA

Les normes IFRS 2 (« *paiements fondés sur les actions* ») prévoient, pour les sociétés préparant des comptes consolidés en normes IFRS, que la valeur de marché des BSA doit être utilisée pour la comptabilisation de ces instruments dans les comptes consolidés, qui font alors apparaître une charge si un avantage a été accordé à son (ses) bénéficiaire(s) (*i.e.* dès lors que le bon a été attribué gratuitement ou moyennant un prix de souscription inférieur à sa valeur de marché). L'évaluation des plans d'attribution de BSA est, dans la majorité des cas, basée sur le modèle (ou un dérivé) de *Black and Scholes* pour les sociétés cotées, et sur la méthode de Monte-Carlo pour les sociétés non cotées.

⁹⁵ Voir en ce sens, *Glass Lewis, Guidelines France 2018* et *ISS, 2017 Proxy voting guidelines updates*.

⁹⁶ *Proxinvest, Principes de gouvernement d'entreprise et Politique de vote 2018 – France*, « 4.3.1. Rémunération des membres non-exécutifs du conseil ».



De telles méthodes de valorisation sont complexes car elles reposent sur des méthodes d'évaluation nécessitant de prendre en compte notamment les paramètres suivants : durée de la période d'acquisition de l'instrument, prix d'exercice, volatilité (avec la difficulté que pose le choix de sociétés de référence) et cours du sous-jacent.

Il apparaît certain que le suivi d'une procédure d'expertise indépendante d'évaluation de la valeur de marché des plans d'attribution de BSA présente un intérêt pour la société émettrice notamment en ce qu'elle constitue une forme de protection pour la société mais également pour les bénéficiaires. Dans le cadre de leur mission de contrôle légal des comptes, les auditeurs ont vocation à contrôler l'évaluation des plans d'attribution de BSA pour les sociétés qui établissent des comptes consolidés en normes IFRS, puisqu'ils vérifient la présentation de l'avantage accordé aux administrateurs sous la forme de charge dans les comptes, lorsque les BSA sont émis à titre gratuit ou à un prix présentant une décote par rapport à leur valeur de marché. Il est conseillé à cet égard, qu'au moment de l'attribution des BSA, les sociétés saisissent leurs commissaires aux comptes (notamment en leur communiquant leur rapport d'expertise s'il existe), sans attendre la clôture des comptes, afin qu'ils puissent assister, dans le cadre des missions qui leur sont confiées par la loi, les sociétés attributrices en temps utile. Le groupe de travail considère qu'une telle démarche est en particulier essentielle pour les sociétés s'inscrivant dans un projet d'introduction en bourse.

Ainsi, si l'expertise indépendante semble être très opportune pour les sociétés établissant des comptes consolidés en normes IFRS (qui ont donc, par hypothèse, l'obligation de nommer un commissaire aux comptes), en revanche, pour les sociétés qui ne sont pas soumises à une telle obligation, cela est moins évident. A cet égard, la majorité des membres du groupe de travail et les personnes auditionnées ne se montrent pas favorables à l'instauration d'une expertise indépendante obligatoire : il fait état de la volonté d'éviter d'ajouter un élément de complexité supplémentaire et la lourdeur d'une procédure d'expertise, notamment pour les petites sociétés non cotées qui ne disposent souvent pas de ressources suffisantes⁹⁷. Il est ainsi remarqué que le faible nombre de BSA généralement attribués en pratique reviendrait, pour la société émettrice, à ce que le coût de la procédure d'expertise indépendante soit finalement assez proche de la valeur de marché des BSA attribués, rendant ainsi une telle attribution (en lieu et place d'un versement de jetons de présence) peu opportune, même si l'on ne doit pas écarter l'intérêt d'une expertise indépendante pour la valorisation, sur le plan fiscal, de l'avantage accordé aux bénéficiaires.

⁹⁷ Dans le même sens, cf. courrier de France Biotech : « le fait même de devoir définir une valeur de marché requiert un intervenant externe (expert indépendant, commissaire aux comptes) qui facturera des honoraires conséquents au regard de l'enveloppe de BSA qui est envisagée. » (Annexe 6).



3.2 - Réflexions sur l'introduction d'une disposition législative

3.2.1 - Les pistes de réforme envisageables aux fins de permettre l'attribution de BSA aux administrateurs de sociétés « tech »

Au préalable, il sera remarqué que l'article L. 225-44 du code de commerce n'interdit aucunement la réalisation par les administrateurs d'un investissement dans la société (sous forme d'actions, BSA ou autres valeurs mobilières) dans des conditions de marché et que le financement d'un tel investissement peut provenir du réinvestissement de jetons de présence (comme le recommande d'ailleurs le code AFEP-MEDEF pour les actions). Toutefois, la conversion des jetons de présence en actions apparaît comme un succédané peu satisfaisant pour répondre à la problématique propre aux « biotechs »/« medtechs » et autres sociétés « tech », dans la mesure où elle implique que la société doive déboursier des liquidités pour verser ces jetons de présence⁹⁸, sauf à prévoir la faculté pour les administrateurs d'acquitter le prix de souscription de leurs BSA en tout ou partie par voie de compensation avec leurs jetons de présence à l'instar de la société visée en Annexe 8. Mais y compris dans ce dernier cas, la conversion des jetons de présence n'est pas pleinement satisfaisante dans la mesure où ces derniers sont soumis l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux au moment de leur versement, bien que le bénéficiaire n'appréhende pas les liquidités correspondantes.

Le silence des dispositions du code de commerce en matière d'intéressement des administrateurs, l'inapplicabilité des régimes légaux d'options de souscription ou d'achat d'actions et d'attribution d'actions gratuites au bénéfice de ces derniers ainsi que l'existence d'une pratique et d'exigences de marché en la matière invitent, aujourd'hui, à s'interroger sur l'opportunité d'une réforme des dispositions existantes.

3.2.1.1 - La piste d'une réforme ou d'une prise de position de nature fiscale dont la mise en œuvre paraît toutefois délicate

Il est clair qu'à compter du moment où l'attribution de BSA est faite dans le cadre d'une souscription par leurs bénéficiaires à la valeur de marché de ces bons, alors cette attribution ne présente pas le caractère d'une rémunération. Il ne nous semble donc pas nécessaire de prévoir une disposition législative qui établirait que les administrateurs peuvent se voir attribuer des BSA sous la forme d'une souscription à titre onéreux.

Une dérogation à la procédure des conventions réglementées dans ces circonstances ne nous paraît pas opportune, puisqu'elle présente pour intérêt que le commissaire aux comptes de la

⁹⁸ Il est toutefois intéressant d'observer qu'en pratique, cette sortie de liquidités est immédiatement compensée par la souscription des instruments à leur juste valeur.



société émettrice soit saisi en vue d'élaborer un rapport spécial sur ladite convention. De plus, une intervention du commissaire aux comptes en amont de la souscription des BSA par leurs bénéficiaires peut permettre à l'émetteur d'être assisté pour faire face aux questions éventuelles qu'il pourrait avoir sur la comptabilisation de l'octroi des BSA, et incidemment être utile à l'émetteur qui pourra ainsi communiquer aux auditeurs le rapport d'expertise sur la valeur de marché des bons (s'il existe) en vue de la validation de la méthode de valorisation retenue (cf. dans ce sens, section 3.1.2 *supra*).

Toutefois, en l'absence d'un texte de loi autorisant explicitement ce qui est déjà permis, il semblerait opportun de préciser, d'une manière ou d'une autre (par exemple par une prise de position formelle de l'administration fiscale), que les gains issus des BSA peuvent valablement relever du régime des plus-values de valeurs mobilières dès lors que les BSA ont été souscrits au prix de marché (souvent susceptible de discussions) et ce, y compris le cas échéant par voie de compensation avec des jetons de présence, et quelles que soient les conditions (comme celles de l'assiduité mais surtout celle de la conservation éventuelle après le mandat) qui pourraient être imposées⁹⁹.

On pourrait aussi imaginer d'introduire un régime de « *safe harbour* » légal qui, à l'instar du régime du *carried interest*, définirait un prix de souscription minimum au-delà duquel, le gain de cession pourrait valablement être imposé selon le régime des plus-values de cession de valeurs mobilières (*i.e.*, imposition au prélèvement forfaitaire unique de 30 %, pouvant aller jusqu'à 34% en prenant en compte le taux le plus élevé de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus). Ce prix de souscription minimum pourrait ainsi être déterminé par référence à un pourcentage de la valeur de l'action¹⁰⁰ constatée lors de la dernière augmentation de capital ou retenue pour l'introduction en bourse et être fonction de la durée plus ou moins longue de la période d'exercice des BSA. Certains membres du groupe de travail ont toutefois émis des réserves sur une telle proposition dans la mesure où les évaluations retenues seront différentes de celles établies dans le cadre de l'établissement des comptes préparés selon les normes IFRS, créant ainsi une distorsion d'information.

Il semble toutefois toujours délicat pour le législateur de déterminer par la loi une méthode de valorisation acceptable, a fortiori lorsqu'il s'agit d'options sur des titres non cotés¹⁰¹.

⁹⁹ Comme indiqué à la section 2.2.5 ci-dessus, en l'absence d'un cadre juridique et fiscal défini, l'application du régime des plus-values est incertaine et source d'insécurité juridique.

¹⁰⁰ Une approche forfaitaire n'est pas complètement inconnue de la législation fiscale et sociale. Ainsi, en cas d'options de souscription ou d'achat d'actions, la loi a prévu que l'assiette de la cotisation patronale de l'article L. 137-13 du code de la sécurité sociale est égale soit à la juste valeur des options telle qu'elle est estimée pour l'établissement des comptes consolidés pour les sociétés appliquant les normes IFRS, soit à 25% de la valeur des actions sur lesquelles portent ces options à la date de décision d'attribution.

¹⁰¹ Alternativement, il pourrait être confié à la doctrine des administrations fiscale et sociale le soin de viser les méthodes usuellement retenues pour valoriser ce type d'instruments et de rappeler l'importance, d'une part, de recourir à une approche de valorisation multicritères, combinant notamment méthodes optionnelles (de type Black and Scholes ou binomiales) et méthodes probabilistes (de type simulations de Monte-Carlo), et, d'autre part, de retenir des projections financières raisonnables.



3.2.1.2 - La piste d'une modification de l'article L. 225-44 du code de commerce

Une seconde approche pourrait résulter de la modification de l'article L. 225-44 du code de commerce afin d'autoriser l'attribution de BSA en tant qu'instruments de rémunération à titre gratuit. Elle s'accompagnerait de la définition d'un régime fiscal dérogatoire spécifique.

Ainsi, les attributions de BSA à titre gratuit permettraient de renforcer l'attractivité des sociétés « *tech* » françaises pour leur permettre de s'adjoindre des administrateurs reconnus. Il s'agit d'une piste de réforme suggérée par France Biotech¹⁰².

Pour aligner l'intérêt des administrateurs avec l'intérêt de moyen et long terme des sociétés concernées, une période d'indisponibilité des titres pourrait être imposée aux administrateurs – à l'instar de la période d'acquisition puis de conservation encadrant les attributions gratuites d'actions – et l'attribution pourrait être soumise à des conditions de présence et d'assiduité des administrateurs bénéficiaires.

À cet égard, il existe dans la législation en vigueur un instrument, bénéficiant d'un régime fiscal spécifique, qui pourrait être approprié : les bons de souscription des parts de créateur d'entreprise (BSPCE)¹⁰³.

Dans le cadre de l'analyse plus large des moyens qui permettraient de faciliter les modalités d'intéressement des administrateurs des sociétés « *tech* », le groupe de travail a ainsi réfléchi sur ce qui pourrait être une évolution du régime juridique actuel des BSPCE.

Les bons de souscription des parts de créateur d'entreprise (BSPCE) prévus à l'article 163 bis G du CGI ont été créés par la loi n° 97-1269 du 30 décembre 1997 afin de permettre aux entreprises innovantes de s'attacher le concours de leurs salariés par le biais d'un intéressement au capital.

3.2.1.2.1 - Conditions

L'attribution de BSPCE est soumise à des conditions particulières relatives à l'émetteur et aux bénéficiaires des bons.

¹⁰² Cf. courrier de France Biotech : « Nous suggérons donc de permettre d'attribuer des BSA à un prix qui serait déconnecté de la valeur de marché au moment de l'attribution du bon. » (Annexe 6).

¹⁰³ Une analyse comparée des régimes fiscaux et sociaux des BSPCE, attribution d'actions gratuites et des BSA est présentée en Annexe 9.



En ce qui concerne l'émetteur :

- Seules les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions et les sociétés par actions simplifiées et les sociétés européennes, non cotées ou de faible capitalisation boursière (inférieure à 150 millions d'euros) sont éligibles à l'attribution de BSPCE. En cas de dépassement du seuil de capitalisation boursière de 150 millions d'euros, les sociétés concernées peuvent, pendant les trois ans suivant la date de ce dépassement et sous réserve de remplir l'ensemble des autres conditions exigées, continuer à attribuer des bons.
- Ces sociétés doivent avoir été immatriculées au registre du commerce depuis moins de quinze ans et être passibles de l'impôt sur les sociétés en France. Elles ne doivent pas avoir été créées dans le cadre d'une concentration, d'une restructuration, d'une extension ou d'une reprise d'activités préexistantes.
- Le capital de la société doit être détenu directement et de manière continue pour 25 % au moins par des personnes physiques ou par des personnes morales elles-mêmes directement détenues pour 75 % au moins de leur capital par des personnes physiques (sans tenir compte dans la base de calcul des sociétés et fonds de capital-risque français ou étranger¹⁰⁴).

En ce qui concerne les bénéficiaires des BSPCE, seuls sont éligibles le personnel salarié des sociétés émettrices ainsi que les dirigeants soumis au régime fiscal des salariés.

3.2.1.2.2 - Régime

Les BSPCE bénéficient d'un régime fiscal dérogatoire spécifique régi par l'article 163 bis G du code général des impôts dont les principales caractéristiques sont rappelées ci-après :

- les BSPCE confèrent à leurs bénéficiaires le droit de souscrire des titres représentant une quote-part du capital de la société émettrice, à un prix fixé de manière intangible lors de leur attribution ;

¹⁰⁴ La loi prévoit en effet que « pour la détermination de ce pourcentage, les participations des sociétés de capital-risque, des sociétés de développement régional et des sociétés financières d'innovation ne sont pas prises en compte à la condition qu'il n'existe pas de lien de dépendance au sens du 12 de l'article 39 entre la société bénéficiaire de l'apport et ces dernières sociétés. De même, ce pourcentage ne tient pas compte des participations des fonds communs de placement à risques, des fonds professionnels spécialisés relevant de l'article L. 214-37 du code monétaire et financier dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs, des fonds professionnels de capital investissement, des sociétés de libre partenariat, des fonds d'investissement de proximité ou des fonds communs de placement dans l'innovation. Il en est de même, dans les mêmes conditions, des participations détenues par des structures équivalentes aux sociétés ou fonds mentionnés aux deuxième et troisième phrases, établies dans un autre État membre de l'Union européenne ou dans un État ou territoire ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude ou l'évasion fiscale. »



- l'assemblée générale extraordinaire autorisant l'émission des bons et des titres auxquels ces bons permettront de souscrire doit fixer le prix d'acquisition des titres qui seront souscrits en exercice des bons et le délai pendant lequel les bons peuvent être exercés, le prix étant fixé sur le rapport du conseil d'administration et sur le rapport spécial des commissaires aux comptes, ou, sur délégation de l'assemblée générale extraordinaire, par le conseil d'administration ;
- lorsque la société a procédé dans les six mois précédant l'émission des bons à une augmentation de capital par émission de titres conférant des droits équivalents à ceux résultant de l'exercice des bons, le prix d'acquisition des titres ne peut être inférieur au prix d'émission des titres ;
- le gain net réalisé lors de la cession des actions souscrites en exercice des BSPCE, égal à la différence entre le prix de cession des titres et leur prix d'exercice, est imposable selon le régime des plus-values de cession de valeurs mobilières ou de droits sociaux lorsque au moment de la cession des titres acquis en exercice des bons le bénéficiaire exerce son activité depuis au moins de trois ans dans la société émettrice (*i.e.*, imposition au prélèvement forfaitaire unique de 30 %) ¹⁰⁵.

[3.2.1.2.3 - Utilisation dans le cadre d'une réforme permettant la rémunération d'administrateurs de sociétés innovantes](#)

Il pourrait être envisagé d'élargir le bénéfice des BSPCE aux administrateurs des sociétés anonymes, sans pour autant modifier les autres aspects du régime des BSPCE. Cette solution, en faveur de laquelle s'est également prononcée France Biotech pour les sociétés « *biotech* » ¹⁰⁶, aurait l'avantage d'une réforme de moindre ampleur qui bénéficierait d'un régime déjà en place.

En effet, les BSPCE ont été créés pour les sociétés jeunes, pour répondre aux besoins de ces « *entreprises qui se créent ou se développent* » de « *personnel très qualifié et motivé, sans avoir dans l'immédiat les moyens de lui offrir des rémunérations suffisamment attractives* » ¹⁰⁷.

¹⁰⁵ Si le bénéficiaire exerce son activité depuis moins de trois dans la société émettrice au moment de la cession des titres, le gain net réalisé lors de la cession des actions souscrites en exercice des BSPCE est imposable au taux de 30% et soumis aux prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine au taux de 17,2%.

¹⁰⁶ Cf. courrier de France Biotech : « Alternativement, nous suggérons de permettre d'attribuer des BSCPE à tous les administrateurs ou membres d'organes équivalents de sociétés biotechs et non plus exclusivement à ceux soumis au régime fiscal des salariés et dirigeants. » (Annexe 6).

¹⁰⁷ Voir Rapport du Sénat n° 85 fait au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi de finances pour 1998, p. 33.



Par conséquent, les conditions strictes d'éligibilité des émetteurs correspondent notamment aux caractéristiques d'un certain nombre de sociétés du secteur de la « *tech* » (sociétés « *jeunes* » de moins de quinze ans, non cotées ou de faible capitalisation boursière, présence importante de personnes physiques au sein de l'actionnariat). Le risque d'atteinte au principe constitutionnel d'égalité qui découlerait de la différence de traitement entre les sociétés pouvant bénéficier de la possibilité d'attribuer des BSPCE à leurs administrateurs et les autres sociétés devrait en principe rester limité (alors qu'il a été vu supra que ce risque serait plutôt prononcé si une telle possibilité était restreinte aux sociétés relevant d'un certain secteur économique (comme les « *biotechs* »/ « *medtechs* »), cf. section 2.2.6).

Toutefois, certaines sociétés « *biotech* »/« *medtech* » pouvant potentiellement développer une capitalisation boursière très importante, il est possible que la limite d'une capitalisation de 150 millions d'euros exclue du bénéfice de cette réforme certaines sociétés de ce secteur. De plus, dans la mesure où les « *biotechs* »/« *medtechs* » connaissent des cycles de développement et d'investissement très longs, la limite d'âge de moins de 15 ans pourrait potentiellement être trop courte et exclure certaines « *biotechs* »/« *medtechs* » de la réforme. L'Annexe 2 reflète que, sur l'échantillon de 68 sociétés cotées sur Euronext Paris du secteur des « *biotech* »/« *medtech* », 37 satisfont aux critères de la capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros et à l'immatriculation au RCS depuis moins de quinze ans. Il est précisé qu'il n'a pas été possible pour le groupe de travail d'analyser si ces sociétés satisfont ou non aux conditions en matière de composition de l'actionnariat, ces données n'étant pas disponibles. Le groupe de travail observe que l'absence de respect de ce critère pourrait avoir un impact significatif sur le nombre de sociétés de l'échantillon qui sont en mesure d'attribuer des BSPCE.

Alternativement, il pourrait également être envisagé de créer une forme de rémunération spécifique pour les administrateurs de sociétés innovantes consistant en l'attribution de BSA dont le régime s'inspirerait du régime des BSPCE. Cette voie apparaît plus complexe, notamment en ce qu'elle créerait un régime juridique propre à une nouvelle catégorie de bons et qu'elle devrait aussi conduire à arrêter les critères qualifiant de telles sociétés innovantes, à moins de s'inspirer, comme il l'a été évoqué *supra* (cf. section 2.3.2), des critères retenus par la législation fiscale régissant « *jeunes entreprises innovantes* » ou, comme le préconise France Biotech, de créer un statut « *JEI Plus* » pour lequel la durée serait allongée à 15 ans et le critère de réalisation des dépenses de R&D serait fixé à 25% des dépenses totales.

3.2.1.3 - Les autres pistes de réforme possibles

3.2.1.3.1 - La création de bons ad hoc réservés aux administrateurs

Le groupe de travail a réfléchi à l'opportunité de la création de « *bons réservés aux administrateurs* ». Il a toutefois observé que si la loi venait à autoriser l'attribution gratuite



de BSA aux administrateurs, une telle modification du code de commerce ne serait pas suffisante en l'absence de régime fiscal défini. En effet, le bon octroyé gratuitement correspondrait à une rémunération soumise à l'impôt sur le revenu pour le bénéficiaire et, le cas échéant, aux prélèvements sociaux, ce qui nécessiterait, par ailleurs, de pouvoir déterminer la valeur du bon (source de complexité, *a fortiori* lorsqu'il s'agit de sociétés non cotées, cf. *supra* sections 3.1.2. et 3.2.1). Un régime fiscal et social devrait donc être défini pour qu'un tel mécanisme d'intéressement soit opportun.

[3.2.1.3.2 - L'élargissement de l'attribution gratuite d'actions au bénéfice des administrateurs](#)

Le groupe de travail a évoqué l'attribution gratuite d'actions au bénéfice d'une population restreinte constituée des administrateurs des sociétés répondant aux critères des « *jeunes entreprises innovantes* » de l'article 44 *sexies*-0 A du code général des impôts. Le principe de fixation impérative par le conseil d'administration de conditions d'attribution (telles que : période d'acquisition, période de conservation, conditions de présence, etc.) constituerait une contrainte opportune pour les détenteurs des bons. Toutefois, l'attribution d'actions gratuites est soumise à une contribution patronale due au taux de 20% pour les actions dont l'attribution est autorisée par une décision de l'assemblée générale extraordinaire postérieure au 31 décembre 2017, exigible le mois suivant la date d'acquisition des actions par les bénéficiaires et assise sur la valeur des actions à cette date. Une telle solution resterait donc imparfaite pour répondre aux besoins exprimés, et serait moins favorable que le régime des BSPCE dont l'attribution n'est pas soumise à la contribution patronale.

[3.2.1.3.3 - L'instauration de la possibilité de verser les jetons de présence sous la forme de titres](#)

Le groupe de travail a évoqué brièvement l'hypothèse d'une modification de l'article L. 225-45 du code de commerce en vue de permettre le versement de jetons de présence sous la forme de titres. Il est en effet rappelé que cet article prévoit que peut être versée une « *somme* », ce qui signifie qu'elle doit l'être nécessairement en espèces (cf. *supra* section 1.2). Il est rappelé que lors de la réforme du code de commerce en 1966, la question s'était posée de savoir s'il y avait lieu ou non de conserver la rédaction antérieure qui définissait les jetons de présence comme une « *rémunération fixe annuelle dont le montant est déterminé par l'assemblée générale et porté dans les frais généraux* »¹⁰⁸. Lors de ces travaux, « *il fut soutenu que l'attribution d'une somme fixe était de nature à encourager une sorte de fonctionnarisation*

¹⁰⁸ L. 4 mars 1943, art. 11, al. 1er, réd. D. 30 septembre 1953.



des administrateurs et qu'il convenait même de supprimer l'expression de jetons de présence. [...] L'on objecta aussi qu'il y avait quelque contradiction à prévoir une rémunération fixe, alors que, d'après la formule utilisée, le droit aux jetons de présence paraît impliquer une présence effective, donc plus ou moins variable, aux séances du conseil d'administration »¹⁰⁹.

Cette piste de réforme est notamment proposée par l'Institut Français des Administrateurs (IFA) : « *L'IFA propose donc que les entreprises puissent être autorisées à verser les jetons de présence en espèces ou en contre valeur titres, et que le corpus juridique français mérite d'être clarifié. L'IFA propose que cette disposition soit limitée aux entreprises de moins de 15 ans, à l'instar de ce qui est pratiqué pour les BSPCE.* » ([Annexe 7](#)). Dans un tel cadre, l'IFA précise que la valorisation des titres pour le paiement des jetons de présence en contre valeur titres devrait être effectuée sans décote, afin d'éviter tout risque de spéculation ou de gains disproportionnés (et recommande également à cet égard de ne pas attribuer d'instruments financiers de nature spéculative).

Il pourrait être considéré qu'une telle possibilité de verser les jetons de présence sous la forme de titres serait une solution simple de nature à répondre aux attentes en faveur d'une amélioration de la compétitivité de la législation française, la rendant ainsi similaire sur ce point aux législations des principaux pays européens.

Néanmoins, dans sa majorité, le groupe de travail estime que le caractère novateur d'une telle proposition de réforme, au regard notamment de l'évolution historique de la législation depuis 1966 qui a entendu dissocier le mandat d'administrateur de la détention de capital (cf. sections 2.2.1 à 2.2.3 *supra*), ne serait pas de nature à favoriser à l'entrée en vigueur à court terme d'une disposition législative dans ce sens.

3.2.2 - Réflexions et conclusions du groupe de travail

A titre liminaire, il convient de préciser que le groupe de travail n'a pas pu disposer d'éléments ressortant d'une étude d'impact ou de données économiques ou statistiques reflétant de manière certaine que les sociétés nouvelles ou issues du secteur « *biotech* »/« *medtech* » éprouvent des difficultés à attirer des « *personnalités qualifiées* » à leur conseil d'administration (ou conseil de surveillance ou autre organe statutaire) en raison des contraintes légales relatives à la rémunération des administrateurs, ou encore que les sociétés qui attribuent aujourd'hui des BSA à leurs administrateurs le font en raison de leurs contraintes de trésorerie.

¹⁰⁹ J. Hémard, F. Terré et P. Mabilat, *Sociétés commerciales*, Dalloz, t. I, 1974, n° 900, p. 769.



Si ces éléments venaient à être démontrés, le groupe de travail considère que les quatre pistes de réformes développées *supra* pourraient alors être envisagées :

- celle de la création d'un régime de bons *ad hoc* réservés aux administrateurs,
- celle d'un élargissement de l'attribution gratuite d'actions au bénéfice des administrateurs,
- celle d'une modification de l'article L. 225-45 du code de commerce permettant de verser les jetons de présence sous la forme de titres, et
- celle d'un élargissement du régime des BSPCE aux administrateurs.

En l'état des travaux du groupe de travail sur la base des auditions mentionnées dans le présent rapport, le scénario d'un élargissement du régime des BSPCE aux administrateurs (ou membres de conseils de surveillance ou encore, pour les SAS, membres des organes statutaires) semble être à ce stade la piste de réforme la plus opportune, notamment du fait de leur caractère véritablement gratuit, d'une forme d'encadrement du prix d'exercice déjà en place dans le régime existant (en effet, lorsque la société attributrice a procédé dans les six mois précédant l'émission des bons à une augmentation de capital par émission de titres conférant des droits équivalents à ceux résultant de l'exercice des bons, le prix d'acquisition des titres ne peut être inférieur au prix d'émission des titres) et d'un régime fiscal déjà défini. Le risque d'inconstitutionnalité, s'il ne peut être complètement écarté (c'est d'ailleurs le cas de toute proposition de réforme s'adressant à une population restreinte), semble toutefois limité, dans la mesure où le projet de réforme s'inscrirait dans un dispositif existant et où le Conseil constitutionnel a déjà admis une différence de traitement entre les sociétés, établie au profit des JEI – décision n° 2015-466 – ou profit des jeunes entreprises de croissance – décision n° 98-402 – (cf. section 2.2.6 *supra*).

Bien que les émissions de BSPCE soient réservées aux sociétés satisfaisant un certain nombre de critères contraignants (à savoir notamment : sociétés non cotées ou de faible capitalisation boursière (inférieure à 150 millions d'euros), immatriculées au registre du commerce depuis moins de quinze ans, passibles en France de l'impôt sur les sociétés, et dont le capital doit être détenu directement et de manière continue pour 25 % au moins par des personnes physiques ou par des personnes morales elles-mêmes directement détenues pour 75 % au moins de leur capital par des personnes physiques), il est ressorti des auditions que la plupart des sociétés « *techs* » ayant le besoin de pouvoir rémunérer en bons ou en titres leurs administrateurs seraient comprises dans ce champ restrictif qui ne serait donc pas nécessairement problématique.

Il faut toutefois à nouveau souligner qu'en dehors des déclarations effectuées au cours des différentes auditions, le groupe de travail n'a pas pu disposer d'éléments objectifs et concrets sur la base de données économiques ou statistiques, venant au soutien de ces affirmations. Si l'ensemble des associations auditionnées ont été sollicitées dans ce sens mais aussi afin de connaître leur position sur cette préconisation, seule Croissance Plus a répondu en soutenant formellement cette proposition d'extension du régime des BSPCE et le projet d'amendement présenté *infra* (cf. Annexe 5).



Il est à noter que Croissance Plus, qui milite depuis de nombreuses années pour que puissent être attribués des BSPCE, des *stock-options* ou des actions gratuites à l'instar de nombreuses sociétés étrangères, notamment américaines, suggère d'ailleurs que toutes les sociétés¹¹⁰ puissent attribuer à leurs administrateurs, membres de conseil de surveillance ou organe statutaire équivalent des actions gratuites et des *stock-options*.

Sous l'angle fiscal, il est rappelé que le gain net réalisé par le bénéficiaire des bons lors de la cession des titres souscrits en exercice de ces bons est imposé à l'impôt sur le revenu comme plus-value de cession de valeurs mobilières au prélèvement forfaitaire unique au taux de 12,8% pour les bons attribués à compter du 1^{er} janvier 2018 (porté à 30% (voire 34%, cf. *supra*) lorsque le bénéficiaire exerce son activité dans la société depuis moins de trois ans à la date de la cession). Par ailleurs, ces gains sont soumis aux prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine au taux de 17,2%.

Une telle réforme nécessiterait de modifier non seulement le régime des BSPCE pour que les administrateurs des sociétés concernées soient éligibles à leur attribution, mais également, afin que cette modification soit clairement établie, l'article L. 225-44 du code de commerce. En effet, l'octroi de BSPCE, s'il répond à un régime fiscal particulier, correspondrait bien à une forme de rémunération des administrateurs qui se verraient octroyer gratuitement, en contrepartie de l'exercice de fonctions d'administrateur, des bons qui ont évidemment une valeur financière.

L'article L. 225-45 du code de commerce pourrait éventuellement être aussi modifié pour rappeler que seule l'assemblée générale peut autoriser le conseil d'administration à attribuer aux administrateurs des BSPCE.

Par ailleurs, comme il a été vu (cf. section 2.2.4), un principe d'indisponibilité des BSPCE attribués pourrait être introduit, pas impérativement par la loi mais sous la forme de règles de bonnes pratiques de gouvernance¹¹¹.

Pour Croissance Plus, il est d'ailleurs essentiel que des règles de bonne conduite soient définies afin de ne pas affecter le régime fiscal et social des BSPCE (cf. Annexe 5) :

- le nombre de BSPCE attribués aux administrateurs ou aux membres d'un conseil de surveillance ou d'un organe statutaire équivalent ne devrait pas excéder un certain pourcentage par rapport à

¹¹⁰ Pour Croissance Plus, les entreprises non éligibles à l'attribution de BSPCE expriment aussi « un fort besoin d'avoir des administrateurs ou des membres de leurs conseils de surveillance ou d'un organe statutaire équivalent des « personnalités qualifiées » qui les aideront à devenir des champions mondiaux dans leur domaine d'activité ». Si, contrairement à l'Allemagne, la France souffre d'un nombre insuffisant d'ETI performantes et mondialisées, l'une des nombreuses raisons expliquant cette situation serait le fait que ces entreprises pâtissent parfois d'un déficit de compétence managériale, car elles ne peuvent pas attirer des talents ou s'adjoindre les compétences et les réseaux de personnalités qualifiées en leur sein.

¹¹¹ Voir dans ce sens, la position de l'IFA dans le cadre de sa proposition d'une réforme permettant aux entreprises de verser les jetons de présence sous la forme de titres : « Une durée de détention minimale de conservation des titres devrait être précisée dans le règlement intérieur. Une durée minimale de conservation de trois ans paraît raisonnable. » (Annexe 7).



ceux attribués aux collaborateurs (la « poche » réservée aux administrateurs devant être limitée compte tenu du faible nombre de bénéficiaires) ;

- tous les administrateurs indépendants¹¹² devraient être bénéficiaires de BSPCE (mais chaque administrateur pourrait ne pas se voir attribuer un même nombre de BSPCE) ;
- les administrateurs ne pourront exercer leurs BSPCE que sous réserve du respect des mêmes conditions que celles imposées aux collaborateurs (conditions de « vesting », de performance et de présence identiques) ;
- les actions acquises par les administrateurs au résultat de l'exercice des BSPCE seront soumises aux mêmes restrictions que celles acquises par les collaborateurs.

Une proposition d'amendement au projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises (« PACTE ») relative à l'élargissement du régime des BSPCE est présentée en [Annexe 10](#). Celle-ci figurait dans la version préliminaire de ce rapport datée de juillet 2018 (cf. étapes des travaux en [Annexe 1](#)).

Depuis cette date, un amendement au projet de loi PACTE a été présenté le 21 septembre 2018 par M. Laurent Saint-Martin (LREM) : ce texte proposait d'ajouter, à l'article L. 225-44 du Code de commerce, une exception permettant aux administrateurs des jeunes entreprises innovantes (au sens de l'article 44 *sexies*-0 A du CGI) d'être rémunérés par l'attribution de BSA ou de BSPCE (cf. [Annexe 11](#)). Un autre amendement, déposé le 28 septembre 2018 par M. Lescure (rapporteur au nom de la commission spéciale chargée d'examiner le projet de loi PACTE) et M. Barrot (MoDEM) (cf. [Annexe 12](#)), reprend en revanche les termes de la proposition d'amendement du présent rapport. Cet amendement (présenté par le rapporteur comme « *s'inspirant très largement* » de l'amendement de M. Saint-Martin mais « *plus aisément applicable* » car « *plus facile à généraliser que celui des bons de souscription en actions, et nécessitant moins de coordination juridique* »), après avoir fait l'objet d'un avis favorable du Gouvernement, a été adopté par l'Assemblée Nationale au cours de sa troisième séance du vendredi 28 septembre 2018¹¹³.

¹¹² Référence faite aux « mentors » évoqués par *Croissance Plus* à la section 3.1.2.

¹¹³ Il est à noter que le projet de loi PACTE propose également de renommer « rétribution des administrateurs » les jetons de présence perçus par les administrateurs. Cette modification n'entraînerait aucune modification des règles applicables, mais permettrait de décrire plus fidèlement la réalité de la mission des administrateurs et d'écartier le cliché selon lequel les administrateurs se contenteraient de « siéger au conseil d'administration de multiples entreprises pour « toucher » des jetons de présence. Cette représentation, biaisée, est bien éloignée de la réalité de l'immense majorité des conseils d'administration, à savoir l'apport par les administrateurs de leurs expériences et de conseils à la direction de l'entreprise. » (Extrait de l'exposé des motifs de l'amendement n° 1731 adopté par l'Assemblée Nationale le vendredi 5 octobre 2018.)



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

PRÉSIDENT :

- **Didier Martin**, avocat associé, cabinet Bredin Prat, membre du HCJP

MEMBRES :

- **Renaud Bonnet**, avocat associé, cabinet Jones Day
- **Caroline Coupet**, Professeur de droit à l'université de Montpellier
- **Alain Couret**, Professeur de droit à l'université Paris 1 et avocat associé, cabinet CMS Francis Lefebvre Avocats
- **Nadège Debeney**, avocate, cabinet Jones Day, détachée au HCJP
- **France Drummond**, Professeur de droit à l'université Paris 2
- **Pierre Karpik**, avocat associé, cabinet Gide Loyrette Nouel
- **Sébastien de Monès**, avocat associé, Bredin Prat
- **Dominique Schmidt**, Professeur de droit et avocat
- **Muriel de Szilbereky**, déléguée générale de l'Association Nationale des Sociétés par Actions
- **Stéphane Torck**, Professeur de droit à l'université Paris 2

REPRÉSENTANTS DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS :

- **Anne-Laure Bardou**, Chargée de mission senior, Direction des affaires juridiques
- **Olivier Boulon**, Adjoint au Directeur, Direction des affaires juridiques
- **Morgane Bourhis-Lainé**, Chargée de mission senior, Direction des Émetteurs
- **Thomas Bouvet**, Directeur de Division, Direction des Émetteurs
- **Anne Maréchal**, Directrice des Affaires juridiques

REPRÉSENTANT DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

- **Geoffroy Cailloux**, Chef du bureau Épargne et Marchés Financiers, Sous-Direction Financement des Entreprises et Marchés Financiers, Service du Financement de l'Économie
- **Alice Navarro**, Conseillère juridique de la Directrice générale
- **Pierre Rohfritsch**, Adjoint au Chef de Bureau, Stabilité financière, comptabilité et gouvernance des entreprises



REPRÉSENTANTS DU MINISTÈRE DE LA JUSTICE :

- **Antoine Chabert**, Magistrat Chef du bureau du droit des sociétés et de l'audit, Direction des Affaires Civiles et du Sceau
- **Charline Peltier**, rédactrice, bureau du droit des sociétés et de l'audit, Direction des Affaires Civiles et du Sceau

RAPPORTEURS

- **Jean-Damien Boulanger**, avocat, cabinet Bredin Prat
- **Zélie Gani-Fior**, avocate, cabinet Bredin Prat
- **Victoire de Ménonville**, avocate, cabinet Bredin Prat