

# Gouvernance d'entreprise – De nouvelles orientations à échelle de l'Union européenne<sup>1</sup>

Viviane de Beaufort<sup>2</sup>

Avec la participation de Julien Chartier, Lucy Summers, François Piquet, Garance Hadjidj<sup>3</sup>

## Résumé

Comment les mécanismes de gouvernance d'entreprise peuvent-ils être améliorés à l'échelle européenne? Les crises étant devenues, une préoccupation majeure, l'objectif de la Commission européenne est de promouvoir une vision à long terme, raison pour laquelle lier gouvernance d'entreprise et responsabilité sociale de l'entreprise « est un élément central pour établir la confiance de l'opinion publique dans le marché unique et pour contribuer à la compétitivité de l'économie européenne ». Comment éviter les démarches automatiques et purement formelles ? Eviter une approche court-termiste?

Le présent document est basé sur l'analyse d'une grande partie des réponses formulées par les acteurs de la société civile au Livre vert de la Commission européenne, lors de la consultation publique<sup>4</sup> organisée en 2011. Il propose quelques pistes d'améliorations des règles de gouvernance d'entreprise à élaborer ou à modifier à l'échelle de l'Union européenne, en lien avec le Plan d'Action de la Commission européenne publié en décembre 2012<sup>5</sup>, les positions du Parlement européen sur la question<sup>6</sup> et après plusieurs entretiens avec des professionnels<sup>7</sup>. L'approche officielle du terme gouvernance d'entreprise fait désormais référence à la « définition de la gouvernance d'entreprise adoptée par l'OCDE en 2004, selon

---

<sup>1</sup> Commission européenne, Livre vert sur "Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE" COM (2011) 164 final, Brussels, 5.4.2011 ; Commission européenne, Communication sur le « Plan d'action: droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », COM (2012) 740/2.

<sup>2</sup> Se référer à la fin du document pour une biographie de l'auteur

<sup>3</sup> Assistants de recherche CEDE : J. Chartier Essec Business School, prépare un Master en droit des affaires. L. Summers est en dernière année d'un double cursus en droit international et en économie de l'Université de Queensland en Australie, en échange à l'ESSEC. F. Piquet. Magistère de juriste d'affaires-DJCE de l'Université Paris II Panthéon-Assas, ESSEC Business School et élève-avocat EFB Paris. Garance Hadjidj, diplômée du Master 2 Droit européen des affaires de l'Université Panthéon Assas, ESSEC Business School. D'autres étudiants ont également contribué à cette étude durant les 18 derniers mois en examinant les réponses au Livre vert.

<sup>4</sup> COM(2011) 164 final

<sup>5</sup> Commission européenne, Communication sur le « Plan d'action: droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », COM (2012) 740/2.

<sup>6</sup> Rapports sur un cadre de gouvernement d'entreprise pour les sociétés européennes du Parlement Européen, 8 Mars 2012, Commission juridique et avis. (2011/2181(INI)) Commission des affaires juridiques- Rapporteur: Sebastian Valentin Bodu

<sup>7</sup> Capital.com, Ethic and Business, VIgeo, ANSSA, IFA, IOD, Middlednext, P. Portier, EY law avocats, etc.

laquelle ce concept couvre un ensemble de relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes »<sup>8</sup>;

Plusieurs des sujets évoqués dans le papier font l'objet de recherche plus détaillées au sein du CEDE ; ils seront chaque fois signalés.

### **Mots-clés**

Gouvernance d'Entreprise Européenne, Responsabilité sociale et environnementale, vision économique de long terme, mécanismes de gouvernance, comply or explain, transparence, implication des actionnaires, actionnaire et salarié, risques, diversité, fonctionnement du Conseil d'Administration

### **Abstract**

How can the existing Corporate Governance mechanisms at the European level be improved? With the crisis in the forefront of our minds, the ambition of the European Commission is to promote a long-term view, therefore the development of a link between corporate governance and corporate social responsibility “is a key element in building people’s trust in the single market and contributing to the competitiveness of European business”. How can a box-ticking exercise and short-term approach be avoided? This paper analyses some content of answers coming from the civil society after the Green Paper and the public consultation and proposes some possible improvements to the EU Corporate Governance rules. Several topics should be further enhanced.

### **Key words**

European Corporate Governance, European Corporate Social Responsibility, promotion of long-term view of business, Corporate Governance mechanisms, complain or explain, transparency, shareholder involvement, employee shareholders, risks, diversity, functioning of the Board

---

<sup>8</sup> Note 6- considérant 7.

## **Gouvernance d'entreprise – De nouvelles orientations à échelle de l'Union européenne**

**Introduction: Le droit européen des sociétés a jusqu'à présent encouragé dans une certaine mesure, une approche de court terme et très orientée vers les actionnaires**

### **1. Le cadre existant**

#### **Le droit à l'échelle de l'UE**

Un corps de règles solide et sophistiqué, composé à la fois de législation sur les entreprises et de principes de gouvernance d'entreprise, existe. La gouvernance d'entreprise est usuellement définie comme le système au moyen duquel les entreprises sont dirigées et contrôlées mais également comme le système définissant les différentes relations qui lient la direction de l'entreprise, son conseil d'administration ou de surveillance, ses actionnaires et ses autres parties prenantes (OCDE). Toutefois, les Directives européennes qui concernent le droit des sociétés et les Recommandations qui traitent spécifiquement des thèmes touchant à la gouvernance d'entreprise (ex. indépendance des administrateurs indépendants, comités du conseil d'administration ou de surveillance, rémunération des dirigeants, etc.) se focalisent très nettement sur les droits des actionnaires et sur les obligations des dirigeants vis-à-vis de ces derniers.

### Liste d'instruments de l'UE en matière de gouvernance d'entreprise

- Directive 2006/46/CE du 14 juin 2006 modifiant les Directives du Conseil 78/660/CEE sur les comptes annuels de certains types de sociétés, 83/349/CEE sur les comptes consolidés, 86/635/CEE sur les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et des autres institutions financières et 91/674/CEE sur les comptes annuels et les comptes consolidés des compagnies d'assurances (OJ L 224, 16.8.2006, p. 1–7).
- Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la Directive 2001/34/CE (OJ L 390, 31.12.2004, p. 38–57).
- Directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 sur l'exercice de certains droits des actionnaires dans les sociétés cotées (OJ L 184, 14.7.2007, p.17–24).
- Directive 2004/25/CE du 21 April 2004 sur les OPA (OJ L 142, 30.4.2004, p. 12–23).
- Recommandation de la Commission 2005/162/CE du 15 février 2005 sur le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance (OJ L 52, 25.2.2005, p. 51–63).
- Recommandation de la Commission 2004/913/CE du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (OJ L 385, 29.12.2004, p. 55–59).
- Recommandation de la Commission 2009/385/CE du 30 avril 2009 complétant les Recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (OJ L 120, 15.5.2009, p. 28–31).

### Les législations et les codes nationaux complémentaires

Une très grande partie des règles et des principes de gouvernance d'entreprise est élaborée au niveau national, par le biais de législations ou de codes. Les Etats membres disposent d'une multitude de systèmes sophistiqués de gouvernance d'entreprise qui organisent la distribution des pouvoirs au sein d'une société ainsi que les structures qui composent cette société. Ces systèmes reflètent des aspects historiques et sociaux de chaque pays ainsi que les intérêts en présence<sup>9</sup>. Le besoin de flexibilité qui garantit l'adaptation aux spécificités de chaque société demeure pertinent: l'idée d'un modèle unique de gouvernance d'entreprise est battu en brèche. La Commission européenne s'est fait l'écho de cette position en 2003, en affirmant qu'un code unique de gouvernance d'entreprise n'était pas la solution et depuis maintient cette approche en favorisant le *comply or explain*.

---

<sup>9</sup>Weil, Gotshal&Manges, *Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States*, (2002) , Report by the High Level Group of Company Law Experts, Brussels, 4 November 2002

## L'UE peut-elle aller plus loin pour encourager une perspective de long terme ?

Le Livre vert a souhaité envisager les possibles imperfections du droit européen des sociétés et le rôle qu'il a pu jouer dans les crises financières. De même que les améliorations à apporter aux règles existantes susceptibles de prévenir la survenance de telles crises: il s'agit d'examiner la manière dont le droit de l'Union européenne peut favoriser une approche de long terme en associant l'ensemble des parties prenantes et en les responsabilisant. Comme nous l'avons indiqué, l'objectif n'est pas d'appliquer un modèle unique de gouvernance d'entreprise à l'échelle de l'UE mais une harmonisation européenne est nécessaire pour assurer un niveau suffisant de transparence des structures de gouvernance et favoriser une approche cohérente. Située au carrefour du droit des marchés financiers, du droit des sociétés, des codes de bonnes pratiques et des principes de gouvernance, cette harmonisation a également pour but de promouvoir soutenabilité (RSE) et une éthique des affaires<sup>10</sup>.

La question est: comment les règles de gouvernance d'entreprise peuvent-elles contribuer à la viabilité, à long terme, des entreprises ?

---

*« Il est de première importance que les entreprises européennes fassent preuve d'une responsabilité de premier ordre, non seulement envers leurs employés et leurs actionnaires mais aussi vis-à-vis de la société en général »<sup>11</sup>*

---

Une première analyse des réponses au Livre vert est apparue plutôt quelque peu décevante et a justifié de recourir à une analyse qualitative et à une sélection de sujets à analyser plus en profondeur<sup>12</sup>. De fait, si les répondants ont accueilli favorablement la réflexion sur le cadre de la gouvernance d'entreprise, ils sont relativement divisés sur la nécessité d'une régulation plus aboutie à l'échelle de l'UE. S'ils favorisent, à raison, une approche flexible reposant sur des principes généraux, ils ont tendance à encourager l'extension de leur propre système national à l'échelle de l'UE, donc à ne pas s'enrichir de ceux des autres. Ainsi, par exemple, une majorité de répondants s'est montrée favorable à l'amélioration de la qualité des explications que doivent fournir les entreprises lorsque qu'elles ne respectent pas les codes de gouvernance (comply or explain), mais ils sont divisés sur l'idée d'autoriser les organismes de contrôle à vérifier la qualité informative des explications. De même, ils s'accordent à reconnaître la nécessité de fidéliser les actionnaires mais s'empêchent dans de possibles solutions à mettre en place, dividendes majorés par exemple, au nom du respect du one share –one vote...

---

<sup>10</sup> Comment mesurer correctement la confiance ? *Corporate harmony and confidence building spheres on the financial market*, Krzysztof Grabowski, Visiting faculty, Kozminski University

<sup>11</sup> Communication de la Commission, au Parlement Européen, au Conseil, au Comité Economique et Social Européen et au Comité des Régions: Vers un Acte pour le Marché Unique – Pour une économie sociale de marché hautement compétitive, COM(2010) 608 final/2, p. 27.

<sup>12</sup> Voir tableaux comparatifs CEDE sur demande.

Le présent document se propose d'apporter un éclairage sur les suggestions avancées par le Livre vert et certains éléments évoqués dans le Plan d'Action<sup>13</sup>, afin de tenter d'aider à concrétiser les ambitions de la Direction Générale du Marché Intérieur de la Commission européenne en la matière.

Trois thèmes de gouvernance ont été choisis :

**1/ Précisions dans l'approche *Comply or Explain* (se conformer ou expliquer)**

**2/ Promotion d'une viabilité de long terme des entreprises**

**3/Axes d'amélioration du fonctionnement des conseils**

## **2. Quelques modifications du droit des sociétés européen envisageables facilement**

La législation actuelle de l'Union européenne pourrait être révisée afin de promouvoir, ou au moins faciliter, une perspective de long terme.

Quelques propositions ciblées :

- Les rapports trimestriels des sociétés cotées devraient pouvoir faire l'objet d'une non application selon le choix des entreprises<sup>14</sup>; intitulé 32 du rapport du PE : « constate que le marché manque d'une perspective à long terme et invite instamment la Commission à passer en revue toute la législation concernée pour évaluer si certaines conditions posées ont pu contribuer par inadvertance à cette vision à court terme; se félicite, en particulier, de la proposition de la Commission d'abandonner l'exigence d'une déclaration trimestrielle imposée par la directive "transparence", qui en apprend peu aux actionnaires et ne fait que créer des opportunités commerciales à court terme »;
- Les communications réalisées sur la base de la Directive Abus de marché devraient être considérées avec précaution lorsqu'il y a un effet potentiel sur les prix du titre;
- La 13<sup>e</sup> Directive sur les OPA pourrait être complétée. Elle est au départ, fondée sur la théorie de l'actionnaire (seul l'actionnaire, en tant que propriétaire, peut se décider sur le résultat à donner à une offre de rachat / prise de contrôle hostile), bien que des négociations aient permis d'intégrer un article 12 qui donne finalement le choix aux Etats membres d'appliquer cette philosophie ou de laisser une marge de manœuvre à l'entreprise pour réagir contre une OPA que les dirigeants considéreront comme hostile<sup>15</sup>. Or, le contexte économique actuel, fait craindre une vague d'OPA dans un

---

<sup>13</sup> Communication sur le « Plan d'action: droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », COM (2012) 740/2.

<sup>14</sup> *Visionary Board Leadership - Stewardship for the Long Term*, CFA Institute

<sup>15</sup> Recherche sur un compromis possible sur la Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL concernant les offres publiques d'acquisition et amendements possibles, DR CERESSEC, 2003.

futur proche et les différences entre les législations nationales créent un phénomène de « forum shopping » européen<sup>16</sup>. La règle américaine du « business judgment rule » pourrait être une voie intéressante à exploiter pour donner une marge de manœuvre équivalente aux dirigeants européens: les dirigeants de l'entreprise doivent expliquer les raisons pour lesquelles ils rejettent l'offre (le droit de l'UE prévoit d'ailleurs cela dans le texte de la directive) et peuvent se mobiliser contre l'offre. Ils agissent en engageant leur responsabilité. Il s'agit ni plus ni moins que d'appliquer à un domaine spécifique le principe du « comply or explain » : à la clé, une certaine marge de manœuvre des dirigeants, au nom de l'intérêt social qui se distingue de celui des actionnaires, ou encore au nom de l'intérêt stratégique de l'entreprise, notion qu'on retrouve notamment en droit néerlandais en échange d'une possible mise en responsabilité par les minoritaires<sup>17</sup>.

- Une Directive (ou une Recommandation) visant à encourager les Etats à autoriser les sociétés à modifier les statuts afin de souligner que leur objectif général est la viabilité à long terme et la continuité de l'entreprise. Le conseil devrait alors indiquer dans le rapport de gouvernance d'entreprise annuel quels sont les objectifs de long terme et les moyens pour les atteindre.

## **Titre 1. Amélioration de l'approche *Comply or Explain*, composante principale de l'approche européenne en matière de gouvernance d'entreprise**

En 2003, la Commission européenne a donc suggéré que le principe de « comply or explain » soit appliqué : chaque société cotée est invitée à se conformer à un code de gouvernance d'entreprise. Une telle méthode permet d'introduire la flexibilité voulue, sa contrepartie réside dans l'obligation de fournir les explications les plus complètes et précises possibles, car les actionnaires doivent pouvoir être informés des actions entreprises par la société et c'est là qu'une amélioration est nécessaire. Le Livre vert d'avril 2011 sans renoncer à ce principe fondateur évoque de possibles améliorations tandis que le rapport du Parlement Européen sur un cadre de gouvernance d'entreprise pour les sociétés européennes (Commission des Affaires juridiques- 8/3/2012<sup>18</sup>) le reprend à son tour en demandant une justification des écarts aux principes du code choisi et, sur certains aspects, des dispositifs spécifiques (voir : rémunérations soumises à l'approbation des actionnaires, préconisations du Forum européen du gouvernement d'entreprise sur les transactions entre parties liées pour les sociétés cotées, politiques de recrutement au sein des conseils, etc).

---

<sup>16</sup> Voir les travaux déjà réalisés sur la question par Viviane de Beaufort depuis 2000 et une publication à venir sur les dispositifs utilisés par les entreprises en Europe en version comparée.

<sup>17</sup> Cf. l'affaire célèbre Gucci contre LVMH.

<sup>18</sup> Note 6

### 1.1. Qu'en est-il de la notion ?

Il n'y a pas d'explication uniforme de la notion à échelle de l'UE ; il est toutefois possible de repérer des caractéristiques communes. En France, la dernière position de l'AMF (n°2012-2) recommande que :

- *« les entreprises indiquent clairement le Code qu'elles ont choisi comme référence et le stipulent clairement ;*
- *les entreprises utilisent l'expression « se référer à » ou une autre expression dépourvue d'ambiguïté telle que « appliquer » ;*
- *les entreprises donnent des explications détaillées sur les différentes étapes qu'elles suivent pour compenser leur attitude non conforme au Code ».*

C'est sans doute, le Code suédois de gouvernance d'entreprise qui donne la définition la plus claire et complète : l'entreprise doit indiquer les règles qu'elle n'a pas suivies, les raisons de ce choix ainsi que la solution de remplacement. Le modèle suédois a inspiré la Commission européenne qui indique que « relativement à l'approche Comply or Explain, une société qui choisit de ne pas suivre les règles doit fournir des explications détaillées, précises et efficaces pour justifier ce non respect ».

### 1.2. Qu'en est-il, en pratique, des explications fournies par les sociétés européennes?

La Directive 2006/46/CE impose donc aux sociétés cotées dont le siège se trouve dans un Etat membre de l'Union européenne de rendre publique une déclaration sur leur gouvernance d'entreprise afin de préciser quel code elles appliquent, ce depuis 2009.

Cette déclaration concerne 6 domaines :

- le conseil d'administration ;
- les questions relatives aux rémunérations ;
- les droits et obligations des actionnaires ;
- les publications relatives aux audits financiers ;
- la publication d'autres documents relatifs à la gouvernance d'entreprise ;
- autres.

Il apparait que 94% des entreprises se réfèrent à leur code national, alors qu'une société peut choisir de se référer à plusieurs codes, à aucun, au code d'un autre Etat membre, au code de l'OCDE...

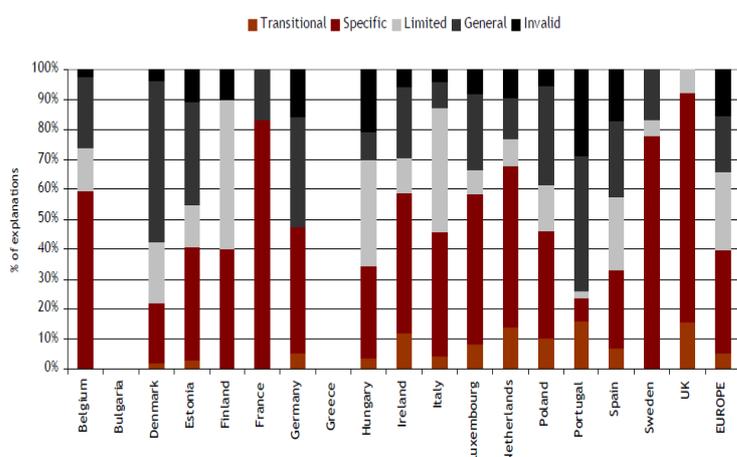
Le problème émerge lorsqu'on apprend que seulement 39% des informations fournies sont considérées comme satisfaisantes. Les explications les plus exhaustives se situant en France, Suède, Pays-Bas et Royaume-Uni. les moins exploitables étant fournies par les entreprises danoises, hongroises, portugaises et espagnoles.

Quels sont les principales questions posées et enjeux d'information :

- Quelles sont les explications à fournir en ce qui concerne le respect des codes de gouvernance ?
- Jusqu'à quel point les entreprises doivent-elles justifier le non respect des codes ?
- De quelle manière les mécanismes en place traitent-ils les questions particulières comme la présence d'un actionnaire majoritaire dirigeant la société ?
- Y a-t-il des règles concernant le rôle du conseil d'administration et ou du conseil de surveillance, la responsabilité des administrateurs indépendants, d'autres solutions trouvent-elles à s'appliquer ?

Les graphiques ci-après illustrent la valeur des explications fournies par les sociétés lorsqu'elles n'ont pas suivi les règles du code de référence.

Proportion of total number of explanations per reference corporate governance code:



- **Non valides (16%)** : pas d'explications du tout
- **Générales (19%)** : pas de justifications sur le non respect
- **Limitées (26%)** : pas d'explications mais quelques éléments généraux
- **Spécifiques (34%)** : la spécificité de la situation est expliquée
- **Transitoires (5%)** : précisent que le non respect est temporaire

Les domaines concernés couvrent quasiment tous les aspects de gouvernance:

- Conseil d'administration et de direction (composition du conseil, élections, pratiques, comités dont les comités de nomination en particulier, les cadres dirigeants) ;
- Rémunérations (rémunérations en général, comités de rémunération, rémunération des administrateurs indépendants et des dirigeants, contrats des dirigeants et rémunération par stock-options) ;
- Droits et obligations des actionnaires ;
- Transparence (contenu général du rapport annuel, langue de rédaction des documents, informations disponibles sur le site internet institutionnel, délais de publication, diffusion spécifique concernant les membres du conseil (de surveillance), diffusion d'informations spécifiques en assemblée générale) ;
- Audit (comités d'audit, composition du comité d'audit, présidence du comité d'audit, pratiques, responsabilité envers l'audit interne, auditeurs externes) ;
- Autres sujets (management des risques, fonction d'audit interne, secrétariat général, procédures de signalement d'irrégularités à la disposition des salariés).

Il apparait clairement que la qualité des explications est déterminée par différents paramètres : code de gouvernance plus ou moins détaillé, diffusion des explications sur une base générale ou sujet par sujet (avec un effet check-list), degré d'activisme ou de passivité des actionnaires, etc.

Quelques exemples de régimes nationaux :

#### ALLEMAGNE

**Acteurs :** Le Code allemand de Gouvernance d'entreprise / la Loi fédérale sur les sociétés cotées German / le Code de commerce allemand

**Mise en oeuvre:** Référence obligatoire à un code, explications obligatoires depuis la Loi réformant les règles comptables allemandes du 29 Mai 2009.

50% des explications concernant le non respect des règles sont d'ordre très général.

20% des explications sont considérées comme insuffisantes.

#### FRANCE

**Acteurs :** Autorité des Marchés Financiers / MEDEF/AFEP / Middelnext

**Outils:** Loi NRE (15 Juillet 2001) / Loi sur la sécurité financière (1<sup>er</sup> Août 2003)/ Loi LME (3 Juillet 2008) / Code AFEP-MEDEF et Code Middelnext

**Mesures à prendre:** L'AMF recommande que les entreprises communiquent avec précision sur la manière d'appliquer le code choisi dans leur déclaration de référence ou dans leur rapport annuel. L'AMF recommande que les entreprises donnent des explications précises, dès lors qu'une règle du code de référence n'est pas respectée.

60% des sociétés cotés qui ont choisi le Code AFEP /MEDEF n'en respectent pas toutes les règles.

80% des entreprises donnent les raisons qui expliquent ce non respect.

#### SUEDE

**Outils:** Le Code suédois de gouvernance d'entreprise actualisé en 2008.

**Mise en oeuvre :** L'entreprise doit clairement indiquer les règles du code non suivies ainsi que les raisons de chaque écart et l'alternative choisie. Le rapport annuel de 2009 concernant le *Swedish Corporate Governance Board* a analysé la qualité des explications données par les sociétés cotées suédoises.

Le rapport estime que 70% des explications fournies pour justifier un écart sont de bonne qualité.

## ROYAUME-UNI

**Outils:** Le Combined Code on Corporate Governance (et les guides associés: le Guide Turnbull, le Guide FRC sur les comités d'audit et le rapport Higgs), le rapport Cadbury de 1992 et le rapport Greenbury de 1995.

**Mise en œuvre :** L'idée essentielle consiste à ce que le non respect de dispositions du code n'empêche pas que les objectifs de bonne gouvernance soient atteints.

Une étude européenne (D. Seidl, P. Sanderson et J. Roberts) analyse le respect du principe de Comply or Explain au Royaume-Uni :50% des explications sont considérées comme satisfaisantes.

L'application du principe se doit d'être contrôlée afin d'assurer le respect de l'objectif : une transparence suffisante. Vérifier la qualité des explications et la bonne compréhension des informations données par les sociétés à leurs actionnaires à ce sujet reste clé.

### 1.3.Un système perfectible : comment mieux vérifier les explications?

Ainsi, il apparaît que les explications données par les entreprises en cas de non-conformité à un code, demeurent en grande partie insuffisantes. Comment vérifier leur qualité ? La vérification des déclarations peut être réalisée, avant ou après la publication du rapport de gouvernance d'entreprise. En fait, une vérification qui se déroulerait avant la publication apparaît peu réaliste car ni les auditeurs ni les régulateurs n'ont les moyens suffisants pour le faire. Ainsi, le contrôle *a posteriori* s'impose comme la norme. Qui vérifie ? Quelques pratiques :

#### \_ Au Royaume-Uni: le rôle des actionnaires

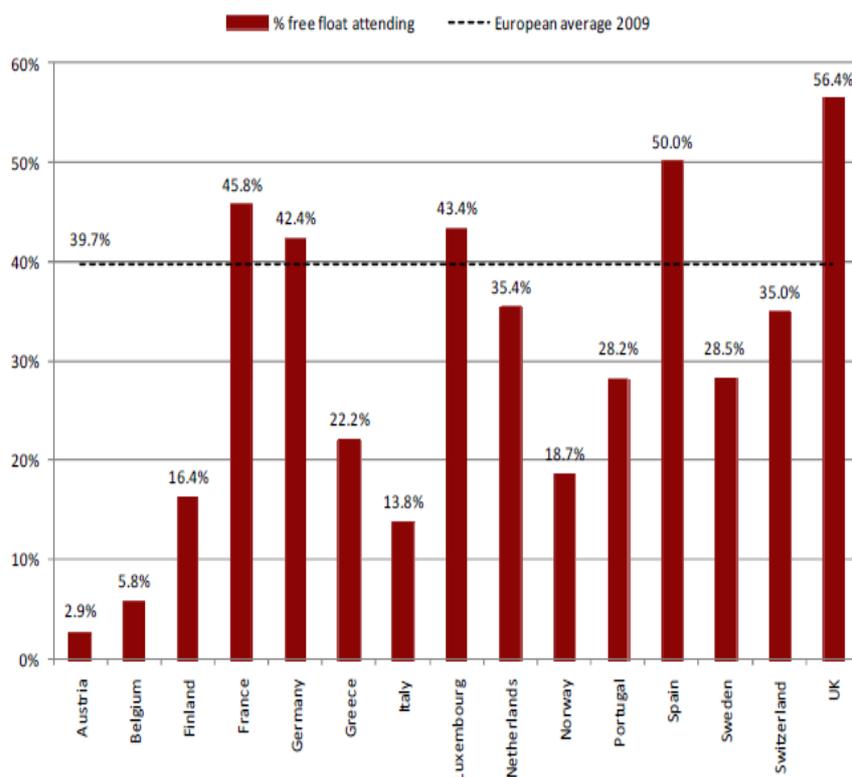
Le régulateur (FSA) a tendance à se tenir en retrait. Le Company Act (2006) a donné d'importants pouvoirs aux actionnaires pour demander des comptes au conseil d'administration. Le système repose sur un dialogue entre les actionnaires et la société dans l'optique de faciliter une bonne compréhension mutuelle. Le code incite les actionnaires, en particulier les actionnaires de long terme, à s'impliquer dans la société, de la même manière que peuvent le faire les fonds de pension. Des discussions avec le président du conseil d'administration ou des administrateurs indépendants sur la stratégie, la gouvernance, les politiques de gestion des risques sont couramment organisées en dehors des AG.

#### \_ En France et en Allemagne : un système hybride

En France, le processus de vérification est fondé sur un consensus entre les organisations patronales, l'Etat et les dirigeants d'entreprises. En Allemagne, un désengagement volontaire des pouvoirs étatiques est compensé par un engagement corrélatif très fort des milieux académiques dans le processus de régulation.

En pratique, les investisseurs ont souvent peu prêté attention à leurs obligations de contrôle en adoptant une approche mécanique (effet de check-list) et en déléguant leurs décisions de vote à des agences spécialisées.

### Proportion d'actionnaires dont la participation de vote est fluctuante dans les assemblées générales de sociétés cotées européennes



Ainsi, une majorité d'actionnaires n'exerce pas activement ses droits. Qui dès lors peut prendre le relais ? Doit-on attribuer un rôle aux auditeurs ? Il a été proposé que les auditeurs externes soient habilités à assurer ce contrôle (cf. Directive 2006/46/CE) voire à engager leur responsabilité, mais l'idée est loin de faire l'unanimité.

Alors doit-on confier le contrôle à des comités nationaux indépendants ou à des organisations professionnelles ? En France, le MEDEF et l'AFEP ont anticipé en déclarant qu'ils vérifieraient désormais les informations figurant dans les rapports des 120 sociétés du SBF et s'opposeraient aux directions qui ne fournissent pas d'explications appropriées en cas de non respect des codes. Le MEDEF publiera en outre un rapport annuel concernant le respect des codes de gouvernance par les entreprises.

Et quid alors d'un système d'information standardisé ? Il est pratiqué par certains Etats : Estonie, Hongrie, Lituanie, Portugal et Espagne. Or, il semble fournir des résultats quelque peu nébuleux avec un effet check-list qui limite la bonne compréhension globale.

## **Doit-on accorder plus de pouvoirs aux actionnaires ?**

En fait, les actionnaires européens disposent déjà d'un nombre important de pouvoirs (convocation et sanction du conseil d'administration, approbation des rapports annuels, distribution des résultats, etc.). Ces droits figurent dans les législations nationales et ont été renforcés à l'échelle européenne par la Directive 2007/35/CE. La question pertinente n'est pas celle de l'étendue des pouvoirs des actionnaires mais plutôt celle de l'utilisation correcte des pouvoirs existants (voir ci-après « Construire un dialogue constructif avec les actionnaires »).

### **1.4. Focus sur la question spécifique du management des risques**

Si le management des risques n'est pas une pratique nouvelle pour les sociétés, son importance a néanmoins été soulignée au cours de la récente crise financière. Les risques auxquels une société peut se trouver confrontée sont multiples : des risques financiers bien sûr, mais aussi des risques opérationnels, productifs, légaux, éthiques, etc. Elle doit donc être en mesure d'organiser un système d'identification de ces risques et en faire rapport dans le cadre du « comply or explain ». A échelle européenne, la Directive 2006/43/CE (article 41) impose les comités d'audit, la Directive 2006/46/CE (article 7) prescrit l'insertion dans le rapport annuel d'une section spécifique décrivant les mécanismes de contrôle interne et de management des risques, la Recommandation 2005/162 sur le rôle des administrateurs indépendants insiste sur leur rôle en la matière, la Directive Transparence 2004/109/CE (article 4 (2)) énonce l'obligation d'inclure une description des risques dans les états financiers annuels.

Les législations nationales complètent ces instruments et sont, pour certaines exigeantes : Allemagne, Danemark, Suède, Finlande, mais pour d'autres plus flexibles.

Le Parlement européen dans son rapport (note 6) 27. relève que : « le conseil d'administration est l'organe auquel il incombe d'examiner et d'approuver la stratégie de l'entreprise, ce qui inclut son approche du risque, et qu'il devrait en rendre compte de manière significative aux actionnaires dans la mesure du possible sans divulguer d'informations susceptibles de porter atteinte à l'entreprise, par exemple vis-à-vis de ses concurrents; estime que les risques environnementaux et sociaux devraient être inclus dès lors qu'ils ont un impact significatif sur l'entreprise, comme le requiert déjà la législation de l'Union.

Des instruments juridiques européens complémentaires paraissent requis afin d'harmoniser un contenu minimum d'informations: à ce sujet, le Reflection Group<sup>19</sup> a considéré que la législation n'est pas la réponse à tout (pour preuve l'inefficacité de la section 404 du Sarbanes Oxley Act) mais qu'elle peut aider à améliorer la situation, pourvu qu'elle demeure flexible et permette des contrôles formels et informels de qualité. Un amendement de la Directive 2006/46/CE sur les comptes consolidés permettrait de créer des lignes directrices sur les fonctions de management des risques, les politiques de management des risques, les structures

---

<sup>19</sup> Cf. Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, Bruxelles, 5 Avril 2011

et les procédures, en prenant en compte l'ensemble des risques mentionnés ci-avant. Dans le cas des groupes de sociétés, une telle mission reviendrait *in fine* à la société mère.

Il n'est pas possible d'envisager un modèle unique de management des risques. Le conseil d'administration/de surveillance assume la responsabilité en ce qui concerne la définition du profil de risque d'une organisation donnée en rapport avec la stratégie suivie et la surveillance de la mise en œuvre de cette politique. L'étendue de la gestion des risques varie considérablement d'un répondant à l'autre : opérationnels, systémiques et risques sociétaux majeurs (limités néanmoins aux sujets purement internes à l'organisation formant « société » pour certains répondants). C'est la raison pour laquelle des standards communs peuvent être d'une grande aide (ex. le cadre ERM publié par COSO). Le conseil d'administration/de surveillance devrait avoir pour obligation d'établir un rapport sur les détails techniques afférents aux risques matériels auxquels la société peut être confrontée et la manière dont ceux-ci sont gérés. Il appartient au conseil d'assurer une supervision adaptée des processus de gestion des risques et d'assumer la responsabilité de la propension aux risques de l'entreprise, tandis que les dirigeants doivent être tenus responsables de la bonne mise en œuvre de ces mécanismes dédiés. Cette surveillance est fondée sur des mécanismes qui trouvent à s'appliquer à la vie courante de l'entreprise (pour mesurer, surveiller et contrôler les risques au niveau de la société mais aussi au niveau du groupe). La création d'un comité des risques au sein du conseil complétée par une entité spécialisée dans la gestion des risques<sup>20</sup> au quotidien est une suggestion intéressante. L'idée d'un processus de détection qui donnerait à tout salarié la possibilité de signaler un risque potentiel ou avéré a été avancée. Il est par ailleurs incontournable qu'un conseil communique avec les actionnaires sur ce sujet majeur qu'est la gestion des risques, notamment lors de l'AG annuelle.

Voir à titre complémentaire le rapport ECODA « REPORT on The Comply-or-Explain approach, Conférence annuelle 2012, [www.ecoda.org](http://www.ecoda.org)

## **Titre 2. Promotion d'une viabilité de long terme des entreprises**

### **2.1 Fidéliser les actionnaires**

#### *Renforcer le dialogue avec les actionnaires et les responsabiliser*

Le Livre vert sur « Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération » a souligné que « la multiplication des sources de financement, a créé de nouvelles catégories d'actionnaires » avec un impact direct en termes de perte d'intérêt « dans les objectifs de long terme des établissements financiers dans lesquels [les actionnaires] investissent qui peut favoriser une prise de risques excessive en raison de leurs très courts (trimestriels ou semestriels) horizons d'investissement ». Les actionnaires ne

---

<sup>20</sup> Le Reflection Group formule cette suggestion comme de nombreux répondants au Livre vert.

remplissent plus correctement leur fonction de propriétaires des entreprises et ce manque de contrôle est en partie à l'origine de la crise financière. « [...] Le modèle de l'actionnaire-propriétaire qui contribue à la viabilité de long terme de l'entreprise a été sévèrement ébranlé. ».

Les attitudes passives des actionnaires sont en opposition totale avec le cadre de la gouvernance d'entreprise construit sur l'idée, selon laquelle les actionnaires travaillent avec le conseil pour diriger l'entreprise. Il convient donc de réfléchir aux moyens de mieux les associer ; à cet égard, les « coûts que les investisseurs doivent engager s'ils veulent s'engager activement dans la gouvernance de l'entreprise ne sont pas à négliger.

### **\_ Mieux identifier les actionnaires**

Afin d'accroître l'implication des actionnaires, les sociétés ont besoin avant tout de mieux identifier leurs actionnaires. C'est devenu une tâche peu aisée en raison de la dispersion du capital mais d'autant plus importante qu'elle permet de cibler ceux des actionnaires qui sont les plus réactifs et les plus impliqués. C'est la raison pour laquelle la très grande majorité des répondants au Livre vert suggère la création d'outils techniques et légaux afin de faciliter cette identification. La plupart des suggestions font référence à la mise en place d'une plateforme internet à l'échelle européenne, laquelle permettrait l'identification des actionnaires<sup>21</sup>. Pour ce qui est des outils légaux, plusieurs solutions sont envisagées. Il est possible de s'inspirer des législations française, allemande et anglaise qui prévoient des dispositifs intéressants et d'amender à la marge la Directive sur les droits des actionnaires pour intégrer ces dispositifs d'identification.

### **\_ Réduire les coûts de participation**

Réduire les coûts de participation des actionnaires et éliminer les barrières légales à une participation active est une priorité. Trois améliorations sont envisageables.

Des solutions techniques qui permettraient de réduire les coûts associés à l'exercice du droit d'information et des droits de vote. Le développement du vote transfrontalier pourrait être fondé, par exemple, sur le système européen de vote par internet (système EUROVOTE), lequel fournirait une plateforme unique et centralisée, à des coûts réduits. Ce système pourrait ensuite être étendu aux conseils de vote eux-mêmes lorsqu'ils formulent leurs conseils de vote. Pour ce qui est de l'exercice du droit d'information, une amélioration est possible par le développement de forums de discussion entre les actionnaires disponibles sur les sites institutionnels des sociétés. Et quid de la tenue d'assemblées générales en ligne ?

---

<sup>21</sup> Cf. suggestion du Reflection Group on the Future of EU Company Law

## Focus

### **Les systèmes de plateformes de vote permettant aux actionnaires de voter électroniquement**

Dans le passé, les actionnaires pouvaient trouver sur les sites institutionnels des sociétés un onglet intitulé « Relation investisseur individuel » lequel donnait accès à des informations réglementaires, obligatoires, périodiques. Les investisseurs peuvent aussi trouver sur des sites financiers ou boursiers des informations émanant des sociétés émettrices avec des commentaires». L'apparition de nouvelles plateformes sur les réseaux sociaux, tels Facebook ou Twitter se propage. Et désormais, toutes les grandes entreprises diffusent des informations concernant leurs activités et leurs produits via leurs sites ou /et des médias en ligne. « La plupart des sociétés « twitent » à propos des événements qu'elles organisent et des documents officiels qu'elles diffusent, de la date des assemblées générales, et elles vont même parfois jusqu'à diffuser en ligne les principales annonces faites au cours des assemblées générales ».

### **Des forums spécifiques pour les actionnaires individuels**

L'exemple de GDF-SUEZ et son E-club: un espace de médias dédiés à l'information des actionnaires, incluant des services en ligne tels que des E-conférences, des visites virtuelles, une E-TV, des e-lettres, des E-formationen. Il convient de noter qu'une participation minimum peut être requise pour adhérer à ce service. Avec cette connaissance minimale des actionnaires (et membres du club), il est possible de développer une certaine proximité, laquelle accroît considérablement la fidélité des investisseurs. Ce club ou blog permet de diffuser de nouvelles communications telles que la « lettre aux actionnaires » ou encore l' « opinion financière ».

Le contact avec les actionnaires individuels peut être obtenu par un numéro d'appel dédié pris en charge par la société. En général, ce numéro est géré par un prestataire extérieur ou par le département dédié à la communication financière. Cela implique une connaissance particulière de la société en ce qui concerne les points intéressant les actionnaires individuels. Le pic d'appels se situe en général autour de la période des assemblées générales et durant la période de règlement des dividendes. Les services de sécurité de l'entreprise peuvent aussi fournir certaines informations dédiées aux actionnaires individuels. L'inscription des actionnaires présente donc de nombreux avantages tels que le paiement de tous les frais afférents au droit de garde, la réception des informations préparées par la société, etc.

<sup>1</sup><https://www.facebook.com/pages/Actionnaires-EDF-page-officielle/162378927140658>

<sup>2</sup> @AirLiquideGroup, de Renault @Renault\_Live, de Total @Total, de Lafarge @LafargeGroup, de GDF-SUEZ @gdfsuez...

<sup>3</sup> <http://www.gdfsuez.com/fr/finance/actionnaires/e-club-des-actionnaires/e-club-des-actionnaires>

Il faut également en finir avec des blocages persistant qui affectent l'exercice des droits de vote, en particulier les frais des établissements bancaires lorsqu'ils agissent comme intermédiaires.

Une autre barrière concerne l'ambiguïté de certains instruments juridiques : ainsi, la clarification de la notion d'action de concert défini de manière très liminaire dans la directive OPA et les autres textes de droit boursier apparaît un élément de sécurisation souhaité.

De même une application plus correcte des dispositions spécifiques sur les droits transnationaux des actionnaires de la Directive 2007/36/CE est requise.

Donner plus de représentativité, donc plus de poids, aux actionnaires, en particulier en favorisant la création d'associations d'actionnaires et même en faisant de ces dernières des organes légaux de la société (cf. le conseil des actionnaires dans le modèle suédois) est également une piste.

Enfin, l'organisation d'ateliers à destination des actionnaires, assurés par les dirigeants ou les administrateurs de la société sur des sujets spécifiques (stratégie, gestion des risques, rémunérations, politiques de rémunérations) est une pratique existante mais encore trop peu répandue.

### *Améliorer les droits des actionnaires minoritaires*

Depuis les origines de la gouvernance d'entreprise, l'objectif a été de garantir les droits des actionnaires, en particulier ceux des actionnaires minoritaires. Faut-il étendre les droits des minoritaires ? Le problème ne réside pas semble-t-il dans l'insuffisance de leurs droits mais plutôt dans la relative indifférence de ceux-ci et donc dans la non utilisation de tels droits. Si l'on peut considérer que les minoritaires sont bien protégés en Europe, il convient cependant de passer en revue les propositions avancées par ceux favorables à une augmentation de ces droits :

- abaisser le pourcentage de voix requis pour demander la tenue d'une assemblée générale ou pour procéder à certains changements dans le vote est la préconisation majeure (actuellement le seuil moyen est 5%) ;
- renforcer l'égalité entre les actionnaires, en éliminant les actions avec droits de vote doubles ou multiples (mais cette application stricte du one share one vote va à l'encontre de l'idée de créer des mécanismes de fidélisation des actionnaires?) ;
- accorder des droits complémentaires aux minoritaires en ce qui concerne l'autorisation pour le conseil d'effectuer certaines transactions. La question des transactions entre parties liées revient souvent. Une régulation européenne doit-elle intervenir pour définir clairement les responsabilités du conseil ainsi que les niveaux d'autorisation requis (ex. donner des droits spéciaux aux administrateurs indépendants ?) en fonction des risques inhérents à chaque transaction, complétée par des règles, définissant les transactions dites ordinaires et celles qui ne le sont pas.

Enfin, une meilleure représentation des minoritaires au sein des organes des sociétés et la mise en place d'un administrateur indépendant représentant les minoritaires au sein du conseil peut être mise en avant.

### *Mettre en place un traitement préférentiel pour les actionnaires de long terme*

Une majorité d'actionnaires sont passifs et focalisés sur des profits de court terme. Il apparaît donc utile d'inviter des actionnaires à investir dans une perspective de retour à long terme, les rendre plus actifs en ce qui concerne les questions de gouvernance d'entreprise. Cependant, il

paraît nécessaire de s'assurer qu'un juste équilibre existe entre investisseurs de long terme qui apportent de la stabilité au marché et investisseurs de court terme qui apportent de la liquidité au marché. Se focaliser exclusivement sur les actionnaires de long terme pourrait affecter lourdement la liquidité du marché<sup>22</sup>. Un traitement préférentiel pourrait consister en l'octroi de droits de vote renforcés et/ou des dividendes préférentiels. Le système français des droits de votes doubles après une période de détention de 2 ans est cité en référence. Des incitations fiscales pour donner plus de stabilité à l'actionnariat (ex. taxation dégressive des gains en capital selon la durée de détention) est une autre option intéressante. Reste que les tenants du one share one vote résistent à ces idées. Une solution serait que les droits des sociétés autorisent ces dispositifs et laissent les entreprises aménager leurs statuts en fonction : si une majorité d'actionnaires se révèle être contre, l'arbitrage sera fait. A noter cependant qu'au moment où il y a quelques années, la commission européenne envisageait de rendre strict l'application du one share one vote, des études ont démontré que les entreprises pratiquant la dissociation donc plus aptes à fidéliser des actionnaires avaient des performances économiques et financières meilleures<sup>23</sup>.

## 2.2 Le rôle spécifique des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels, dont le nombre ne cesse de croître dans d'importantes proportions, se sont retrouvés récemment astreints à de nouvelles obligations d'ordre prudentiel et comptable. Les politiques de vote des investisseurs institutionnels doivent pouvoir être mieux en phase avec des objectifs de long terme. Trois types de mesures à envisager : renforcer la transparence, réguler les structures de rémunération et encourager la supervision.

Le principe de la protection de l'intérêt exclusif des actionnaires a été réaffirmé, mais des questions de taille subsistent, particulièrement dans les sociétés gestionnaires d'actifs filiales de groupes qui peuvent avoir leurs propres intérêts. En France, l'article 66 de la Loi sur la sécurité financière du 1er août 2003, l'article L.533-4 du Code monétaire et financier et les règles posées par l'AMF contraignent les entreprises gestionnaires d'actifs à exercer leurs droits sur les UCITS dans l'intérêt exclusif des actionnaires. Ces entreprises doivent rendre publiques leurs pratiques de vote en accord avec les règles générales de régulation de l'AMF et, si elles n'utilisent pas leurs droits de vote, elles doivent le justifier devant les actionnaires UCITS. Mais la question demeure complexe : en 2004, la Deutsche Bank Asset Management a ainsi été condamnée à payer une amende de 750 000 dollars pour ne pas avoir révélé un conflit d'intérêts dans le cadre de la fusion HP-Compaq. Le fonds a utilisé ses 17 millions de dollars pour encourager une fusion sans spécifier que sa société mère avait des relations avec HP.

### Transparence

---

<sup>22</sup> Consultation publique- Livre vert, Le cadre européen de la gouvernance d'entreprise, Krzysztof Grabowski, Expert indépendant dans les marchés de capitaux et dans la gouvernance d'entreprise, Pologne

<sup>23</sup> "One share-One vote, le nouveau Saint Graal" (V. De Beaufort). Essec Research Center, DR-06019 déc. 06.  
"La diversité managériale hommes femmes

Les investisseurs institutionnels, dont les propriétaires d'actifs et les gestionnaires d'actifs, devraient être obligés de publier leurs politiques de vote et leurs résultats, par exemple durant les assemblées générales. Cette publicité « améliorerait la connaissance des investisseurs, optimiserait les décisions d'investissement des investisseurs finaux, faciliterait le dialogue entre émetteurs et investisseurs et encourageait l'engagement actionnarial ». Pour le Reflection Group on the *Future of EU Company Law*, des standards minimaux applicables au sein de l'UE en ce qui concerne la publication des politiques de vote pratiquées pourrait améliorer la situation. Des codes de bonnes pratiques (ex. le UK Stewardship Code) auxquels les investisseurs institutionnels adhèrent est une autre voie.

### **Structure de rémunération des investisseurs institutionnels**

Réguler les structures de rémunération des investisseurs institutionnels signifie tout d'abord les aligner avec les objectifs de long terme en termes d'investissements. De nombreuses suggestions ont été formulées à cet égard pour créer des incitations : plafonds journaliers d' « exposition nette » ; critères établissant un lien direct entre performance économique, et non plus purement financière et rémunération ; limites des bonus des gestionnaires d'actifs ; rémunération pour une part en actions des fonds ; bonus global sur le portefeuille entier ; décalage de 3 ans l'acquisition des bonus pour éliminer les comportements opportunistes des gestionnaires d'actifs ; bonus limités au taux d'usure...

Dans tous les cas, une meilleure transparence en ce qui concerne la rémunération est un pré-requis: cela implique en particulier la publication des politiques d'incitation et de rémunération des dirigeants et des actionnaires individuels. Il a été suggéré d'étendre les obligations des sociétés cotées (dissociation président/directeur général, transparence, etc.) aux gestionnaires d'actifs.

### **Supervision**

La supervision des gestionnaires d'actifs a pour principal objectif la garantie de leur indépendance, permettant ainsi de prévenir les conflits d'intérêts. Une telle supervision concernerait uniquement les relations avec les sociétés dans lesquelles les fonds investissent (et non avec les clients) et pourrait être assurée par une commission de régulation similaire à ce qui existe en matière de fonds de pension. Elle ne s'imposerait qu'aux gestionnaires d'actifs qui gèrent des actifs qui n'appartiennent pas à des sociétés incluses dans le même groupe. Au-delà, de la supervision, l'indépendance des gestionnaires d'actifs peut aussi être garantie par la présence d'administrateurs indépendants ou par l'indépendance du président lui-même. Certains répondants ont considéré que la Commission européenne devrait établir un principe de séparation entre gestionnaires d'actifs et les autres institutions financières.

#### **2.3 Encourager la représentation des salariés et l'actionnariat salarié**

*(Des travaux sont actuellement menés au sein du CEDE sur ce thème)*

L'intérêt des salariés pour la viabilité à long terme de leur entreprise, est un élément que la gouvernance d'entreprise devrait mieux prendre en compte. L'implication des salariés dans les affaires de la société peut prendre la forme d'informations, de consultations et d'une participation au conseil de surveillance ou d'administration (administrateur salarié). Par ailleurs l'actionnariat salarié est un moyen d'accroître l'engagement et la motivation des salariés, d'augmenter la productivité et de réduire les tensions sociales mais aussi un moyen d'accroître la proportion d'actionnaires de long terme.

Il existe une grande différence entre les Etats membres de l'Union européenne en ce qui concerne le rôle des salariés dans la gouvernance d'entreprise<sup>24</sup>. En Autriche, au Danemark, en Allemagne, au Luxembourg et en Suède, les salariés de sociétés d'une certaine taille ont le droit d'élire certains des membres du conseil d'administration / de surveillance. Lorsque l'actionnariat salarié atteint 3% en France, les salariés peuvent nommer des administrateurs. Dans certains Etats membres, les représentants des salariés peuvent également sur les sujets qui les concernant avoir une voix consultative. Encourager l'actionnariat salarié à échelle de l'UE paraît donc être une piste intéressante comme moyen de participer à la gouvernance de l'entreprise, sous réserve que l'implication des salariés soit réelle (question des véhicules détenteurs des titres). Or, si l'Europe a connu des progrès en matière d'actionnariat salarié – 83% des principales sociétés européennes disposent désormais de ce type de plan contre 40% dix ans plus tôt – les salariés demeurent très peu représentés au sein des instances décisionnaires des entreprises.

Il est possible de repérer 3 modalités de la représentation des salariés dans les instances de décisions des sociétés européennes : dans 12 pays, les salariés sont représentés au sein des sociétés privées dépassant une certaine taille, ce seuil variant considérablement d'un pays à l'autre. Une harmonisation serait appropriée afin d'améliorer les dispositifs qui permettent d'associer les salariés aux décisions prises et de développer l'actionnariat salarié. Dans 6 pays, la représentation des salariés dans les conseils d'administration et de surveillance des entreprises est limitée aux entreprises publiques et à celles récemment privatisées. Enfin, dans 10 pays, les salariés ne sont pas représentés. Ceci est regrettable car la collaboration des salariés avec les instances de décision encourage le développement d'un actionnariat salarié.

En 2011, la Commission européenne dans son Livre vert a souligné pour la première fois le lien qui existe entre l'actionnariat salarié et la gouvernance d'entreprise en considérant l'actionnariat salarié au delà de son rôle purement financier. « L'intérêt des salariés concernant la viabilité à long terme de leur entreprise est un élément que le cadre de la gouvernance d'entreprise devrait prendre en compte. L'implication du personnel dans la direction de l'entreprise peut passer par l'information, la consultation et la participation au sein du conseil d'administration ». Pour la *European Federation of Employee Share Ownership (EFES)* le salarié représente un élément central de la gouvernance d'entreprise sur le long terme. La présence de salariés actionnaires au sein du conseil d'administration permet une meilleure représentation du capital humain dans les débats du conseil, une meilleure

---

<sup>24</sup>Communication sur le cadre pour la promotion de la participation financière des salariés - COM(2002) 364 -, Le rapport PEPPER IV: Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union, 2008.

information pour les salariés en ce qui concerne les choix stratégiques de l'entreprise et une connaissance accrue des opérations quotidiennes réalisées par le conseil. Dans ce contexte, plusieurs mesures pourraient améliorer le système à l'échelle européenne.

La première suggestion concerne la suppression des obstacles transnationaux qui affectent l'actionnariat salarié. L'EFES propose que soit mis en place un « modèle simplifié » d'actionnariat salarié afin d'amener les Etats réticents à évoluer sur ce point. Si la Commission européenne prenait par ailleurs position dans le cadre d'une recommandation sur le fait que la présence de salariés au sein des administrateurs est une bonne pratique, les sociétés qui n'ont pas d'administrateurs représentant les salariés devraient avoir à s'expliquer selon le principe de *Comply or Explain*.

Les administrateurs représentant les salariés actionnaires doivent disposer d'un réel statut et des ressources nécessaires au bon accomplissement de leur mission. A ce titre, leur indépendance doit être garantie (en France par exemple, dès qu'un tel administrateur est désigné, il y a une obligation légale pour lui de démissionner de tous ses autres mandats syndicaux dans les 8 jours), ils doivent bénéficier des mêmes « moyens » que les autres administrateurs (temps dédié, formation, campagne d'élections organisée par la société) et une obligation de confidentialité doit s'imposer à eux (en particulier en ce qui concerne les réunions du conseil). Enfin, il convient également d'encourager le développement de clubs et d'associations de salariés actionnaires. La présence de telles organisations semble accroître l'efficacité des programmes d'actionnariat salarié.

#### **2.4 Nécessité d'une régulation des agences de conseil en vote**

*(Des travaux sont actuellement menés au sein du CEDE sur ce thème)*

Les agences de conseil en vote sont devenues des acteurs puissants en influençant une proportion importante des votes des actionnaires et leurs rôles vont sûrement continuer à croître dans les années à venir, notamment grâce à la libéralisation des mandats de vote de la directive 2007/36/CE. En conséquence, une meilleure réglementation de leurs activités constitue actuellement un sujet majeur. En effet, de nos jours, les agences de conseil en vote sont les seuls conseillers des entreprises qui ne sont pas réglementées, même si en France, par exemple, la recommandation n°2011-06 de l'AMF peut être considérée comme une base de leur future réglementation.

Les principales critiques formulées à l'égard de ces agences sont les suivantes :

- Le marché des agences de conseil en vote est insuffisamment concurrentiel
- La transparence de ces acteurs est insuffisante
- La qualité des recommandations ainsi que leur usage ne sont pas appropriés

#### *Une concurrence insuffisante*

Aux Etats-Unis, seulement deux agences de conseil en vote représentent 97% du marché<sup>25</sup> et la situation semble être identique en Europe, même si aucune étude précise n'a été effectuée<sup>26</sup>. La Commission Européenne soulignait que "le manque de concurrence dans le secteur [des agences de conseil en vote] suscit[ait] des inquiétudes, notamment quant à la qualité des conseils et à leur adéquation par rapport aux besoins des investisseurs"<sup>27</sup>. Cependant, il apparaît que la majorité des intervenants ayant répondu à l'enquête de 2011 de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers considère que le secteur est hautement compétitif et, dans le même temps, une minorité d'intervenants interrogés considère qu'il existe des barrières à l'entrée et que le marché n'est pas assez compétitif, ce qui impacte négativement le secteur des agences de conseil en vote<sup>28</sup>. Une bonne régulation à venir devra prendre en considération le fait que des règles trop strictes pourraient encore limiter la concurrence, notamment en augmentant les coûts des petites agences de conseil en vote, et ainsi pourront limiter les effets bénéfiques de telles règles pour les clients.

### *Un manque de transparence*

Une critique principale était le manque de transparence de ces acteurs. La Commission européenne souligne le manque de transparence des agences de conseil en vote "sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et/ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite"<sup>29</sup>.

Tout d'abord, il semble nécessaire de pouvoir les identifier plus facilement : une place les rendant clairement identifiables durant les assemblées générales, la révélation de leurs recommandations et de la méthodologie suivie et l'estimation des coûts de leurs services ainsi que de leurs liens potentiels avec les sociétés conseillées (en prévision des conflits d'intérêts potentiels). Ensuite, il est important d'encourager les agences de conseil en vote à adopter un code de conduite garantissant une meilleure transparence et une meilleure indépendance, ce qui inclut de ne pas posséder "d'autres intérêts" dans les sociétés analysées par les agences en question. Enfin, il semble nécessaire que les agences de conseil en vote améliorent leur dialogue avec les émetteurs.

Ces suggestions sont parfois complétées par des mesures plus contraignantes. Il est suggéré que l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) surveille les agences de conseil en vote et les autorise à exercer leurs activités (mesures complétées par des audits réguliers). En ce qui concerne les conflits d'intérêts, certains intervenants interrogés envisagent même d'interdire aux agences de conseil en vote d'analyser des sociétés desquelles elles sont clientes

---

<sup>25</sup> Tamara C. Belinfanti, New York Law School Legal Studies, The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, Research Paper Series 09/10, 2009

<sup>26</sup> Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012

<sup>27</sup> Commission Européenne, Livre Vert sur "Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE", COM (2011) 164 final, Bruxelles, 5 avril 2011

<sup>28</sup> Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012

<sup>29</sup> Commission Européenne, Livre Vert sur "Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE", COM (2011) 164 final, Bruxelles, 5 avril 2011

et d'imposer la publication par les agences des intérêts qu'elles possèdent dans les sociétés analysées. Afin d'éviter que les agences ne deviennent trop gênantes, certains intervenants estiment nécessaire de fixer un nombre critique de clients par agence.

La question de la qualité des conseils est également liée à la question de la transparence et, afin d'éviter un usage excessif des conseils donnés, les codes de bonne conduite pourraient demander aux investisseurs institutionnels d'informer le public de l'usage fait des recommandations<sup>30</sup>.

### *Qualité et usage des conseils*

Pour donner des conseils de qualité, comprendre et appliquer les politiques de vote de leurs clients, les agences de conseil en vote ont besoin d'avoir un personnel ayant un certain niveau de compétence, d'indépendance et d'expérience. L'ESMA considère que des agences de conseil en vote disposant d'un personnel compétent est un "facteur clé pour la production par les agences de conseils et de recherches précis, indépendants et sur lesquels on peut compter"<sup>31</sup>. En France, l'AMF a adopté la même position dans sa recommandation n°2011-06. En réalité, si on se fie au rapport de l'ESMA, il semble que "*l'un des challenges, du fait de la nature saisonnière de la saison des assemblées générales, est la pénurie de personnel qualifié du secteur, compétences incluant la capacité à consulter correctement les émetteurs et les investisseurs*"<sup>32</sup>. Afin d'éviter de tels comportements, il serait relativement facile d'imposer une certaine qualification au personnel principal des agences de conseil en vote, sur le modèle de ce qui est fait par la réglementation bancaire.

Une autre critique liée à la qualité est que les agences de conseil en vote appliquent "*une approche uniformisée et ne prennent pas assez en compte les conditions du marché local, comme les pratiques commerciales et les régimes juridiques*"<sup>33</sup>. En effet, selon la Commission Européenne, "*la méthode analytique [utilisée par les agences] ne prendrait pas en considération les caractéristiques spécifiques des sociétés, les caractéristiques des législations nationales et les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*"<sup>34</sup>. Pour limiter cette approche uniformisée, l'AMF se contente d'encourager "les investisseurs et les émetteurs français et leurs représentants à participer aux débats internationaux relatifs à la bonne

---

<sup>30</sup> Voir par exemple, l'UK FRC Stewardship Code, 2010 : "*La révélation devrait inclure [...] la politique de vote et l'usage fait, le cas échéant, des agences de conseil en vote et de leurs services de conseil, ce qui inclut l'usage fait de leurs recommandations*"

<sup>31</sup> Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012

<sup>32</sup> Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012

<sup>33</sup> Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012

<sup>34</sup> Commission Européenne, Livre Vert sur "Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE", COM (2011) 164 final, Bruxelles, 5 avril 2011

gouvernance"<sup>35</sup>, ce qui n'est qu'une méthode indirecte et insatisfaisante pour limiter cette approche uniformisée.

Une critique majeure concerne l'usage fait par les investisseurs des conseils donnés. En effet, il existe un haut niveau de corrélation entre les recommandations faites par les agences et les votes effectués par les investisseurs institutionnels<sup>36</sup>. Ainsi, il semble qu'ils n'analysent pas vraiment les recommandations faites et les résolutions proposées avant de voter, qu'ils ne se "*forment pas leur propre jugement, suffisamment indépendant, sur les recommandations de vote qu'ils reçoivent*"<sup>37</sup> et se contentent d'adopter une approche de type "*box ticking*". De la sorte, une information de basse qualité peut être utilisée durant les assemblées générales et mener à des conséquences majeures pour les émetteurs. Le rapport Mansion affirmait que les investisseurs institutionnels devraient prendre les mesures appropriées pour analyser les résolutions proposées afin d'être capables de voter<sup>38</sup>. De plus, une future réglementation devrait créer une responsabilité spéciale pour les investisseurs institutionnels qui votent avec négligence.

Nota : Les agences de notation : Le règlement européen n°1060/2009 a essayé de mettre fin à la qualité insuffisante des notes attribuées par certaines agences de notation en les interdisant de noter si elles n'avaient pas assez d'informations de qualité pour émettre une telle note. Une réglementation similaire devrait être adoptée pour les agences de conseil en vote. En outre, les agences de conseil en vote devraient adopter un code de bonne conduite qui pourrait préciser qu'elles ne devraient donner que des conseils basés sur une information de qualité.

---

<sup>35</sup> AMF, Recommandation n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011

<sup>36</sup> Corporate Governance Code Monitoring Committee, Second report on compliance with the Dutch Corporate Governance Code, 14 décembre 2010

<sup>37</sup> Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012

<sup>38</sup> AMF, Rapport Mansion Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, 6 septembre 2005

### **Titre 3. Amélioration du fonctionnement des conseils**

*(Des travaux sont actuellement menés par le CEDE sur ce sujet en particulier)*

La crise a montré que le rôle de supervision des administrateurs, quelle que soit la structure, n'avait pas été efficace pour contrôler la direction de l'entreprise. Les administrateurs indépendants n'ont pas rempli leur rôle essentiel d'instance décisionnaire. D'où une réflexion à mener à la fois quant à la composition des conseils et à son fonctionnement.

#### **3.1 Composition des conseils**

##### *De la séparation entre Président du Conseil d'Administration et Directeur Général*

Séparer les fonctions de Président du Conseil de celles du Directeur Général est désormais systématiquement préconisé, dans la mesure où ces deux fonctions comportent des missions et des responsabilités différentes, lesquelles ne peuvent être confondues que dans le cas de petites entreprises comprenant un actionnaire majoritaire exerçant les fonctions de Directeur Général<sup>39</sup>. Dans son rapport le Parlement Européen (note6) dans son considérant 14. souligne que, dans les structures unitaires, il convient d'assurer une séparation claire entre les fonctions du président du conseil d'administration et celles du président-directeur général; relève toutefois que cette règle devrait être proportionnée à la taille et aux particularités de l'entreprise.

Dans notre précédente publication, *Les administrateurs indépendants dans l'Union européenne*<sup>40</sup>, nous avons mentionné le fait que les codes nationaux exprimaient cette nécessité, quel que fût le modèle qu'ils défendaient: le modèle unitaire ou le modèle dual. Pour renforcer cette distinction, le rôle du Président doit être davantage développé (président des débats, surveillant de la bonne exécution des tâches, garant des informations diffusées). Toutefois, une telle distinction, doit rester flexible. De la sorte, les deux fonctions doivent en effet pouvoir être fusionnées dans des cas précis et dans l'intérêt des actionnaires (cf. modèle nordique).

La séparation Président/Directeur Général doit rester une question à la discrétion des sociétés, à la condition qu'il existe des contre-pouvoirs incarnés par les administrateurs indépendants.

---

<sup>39</sup> Voir Consultation publique – Livre vert, Le cadre européen de la gouvernance d'entreprise, Krzysztof Grabowski, expert indépendant en marchés de capitaux et en gouvernance d'entreprise, Pologne

<sup>40</sup> RFGE n01

De même la société doit expliquer dans le rapport annuel de gouvernance d'entreprise la manière dont le conseil s'assure que le pouvoir n'est pas trop concentré<sup>41</sup>.

### *Composition des conseils : une politique de recrutement plus organisée*

#### ***La question des compétences et de la diversité***

Les compétences attendues des administrateurs et des dirigeants doivent être mieux définies et précisées : compétences en matière comptable ou financière, connaissance des marchés internationaux, expérience managériale ou de gestion, connaissance de l'industrie, du secteur d'activités, expérience comme consommateur, connaissance en gestion des risques, etc. Ce besoin d'une définition précise des compétences requises va de pair avec une nécessité de promouvoir la diversité<sup>42</sup> des profils au sein des conseils. Une société fixe des objectifs (ex. un conseil « souhaitable » en matière de diversité), et analyse à intervalles réguliers sa progression vers une meilleure diversité d'origine, de background, de parcours, etc. Afin d'atteindre ces objectifs fixés, plusieurs outils sont envisagés comme faire appel aux cabinets de recrutement, prévoir des programmes de formation pour les nouveaux candidats<sup>43</sup>, réaliser des évaluations individuelles<sup>44</sup>, etc.

Le Parlement européen dans son rapport (note -) a estimé considérant 21. « qu'il est de la responsabilité des membres des conseils d'administration et de surveillance de suivre les mesures de formation et de perfectionnement nécessaires à l'accomplissement de leurs tâches, en bénéficiant d'un soutien de l'entreprise, si nécessaire ».

Les comités de recrutement<sup>45</sup> et de nomination doivent pouvoir jouer leur rôle (dans les petites entreprises, un administrateur référent pourra jouer ce rôle). Il faut aussi prévenir les conflits d'intérêts.

#### ***La Mixité***

*(Des travaux spécifiques sont actuellement menés au sein du CEDE sur ce thème)*

L'accès des femmes à des positions clés au sein des conseils d'administration invite à débattre des résultats potentiels d'une telle évolution (efficacité accrue et valeur ajoutée pour les entreprises) et pose un certain nombre de questions pratiques (faisabilité, conditions requises et meilleure façon d'assurer la transition). Au sein de l'Union européenne, le pourcentage de femmes dans les conseils d'administration ou de surveillance des sociétés cotées est encore

---

<sup>41</sup> 4th Annual Report on the AFEP-MEDEF code, Financial year 2011, December 2012, [http://www.medef.com/fileadmin/www.medef.fr/documents/AFEPMEDEF/Rapport\\_2012\\_AFEP\\_MEDEF\\_EN\\_GL\\_V.pdf](http://www.medef.com/fileadmin/www.medef.fr/documents/AFEPMEDEF/Rapport_2012_AFEP_MEDEF_EN_GL_V.pdf) et note de l'IFA sur la question 2013.

<sup>42</sup> Cette diversité concerne également les administrateurs indépendants: il y a souvent des liens entre les administrateurs indépendants et la direction ; d'où la mise en place de solutions dont les conseils doivent assumer la responsabilité : limitation du nombre d'anciens dirigeants parmi les administrateurs, pas de fonctions exercées chez un concurrent, administrateurs indépendants représentant au moins la majorité des administrateurs (voir notre précédente publication *Les administrateurs indépendants dans l'Union européenne*)

<sup>43</sup> En particulier pour les administrateurs indépendants (voir *ibidem*)

<sup>44</sup> *Idem*

<sup>45</sup> Dans lesquels les administrateurs indépendants ont un rôle particulier à jouer (voir *ibidem*)

largement insuffisant, même après un récent sursaut. Alors que la hausse du nombre de femmes occupant des positions de direction est une nécessité pour une communauté européenne qui se veut démocratique (ce qui inclut l'égalité entre les sexes, la parité), il s'agit aussi d'une question économique en ce qu'elle représente un ferment pour l'innovation et l'amélioration générale des processus de décision.

La littérature RH dominante identifie chez les femmes un style de leadership ou des qualités intuitives et morales qui diffèrent de celles des hommes, telles l'empathie, un certain sens du travail en équipe, une intelligence émotionnelle, le courage, la prudence et/ou l'aversion au risque, un « bon sens » très affirmé. Parmi les compétences exigées des dirigeants<sup>46</sup>, indépendamment de leur sexe, les qualités dites « féminines »<sup>47</sup> peuvent être, dans le combat de l'Union européenne contre le court-termisme financier, un levier d'action : la présence accrue de femmes à des positions de leadership pourrait instiller un management plus prudent, une approche plus approfondie de l'évaluation des risques, la prise en compte de la performance non financière (ex. le risque de réputation) et une mise en œuvre générale plus aboutie des liens entre gouvernance d'entreprise et responsabilité sociale des entreprises. Or ces qualités « féminines » ne s'expriment pas totalement lorsque les femmes forment un « groupe minoritaire ». Ce phénomène a été décrit et analysé dans plusieurs études en ressources humaines<sup>48</sup>. Alors comment faire pour que des femmes accèdent à ces postes au sein des conseils ? Une pression existe aujourd'hui qui a pour origine :

- Des bonnes pratiques de gouvernance – ex. le Code allemand de gouvernance d'entreprise de 2010 – Section 4.1.5 ou le Code finlandais de gouvernance d'entreprise de 2008 – Recommandation 9
- Des considérations en matière de responsabilité sociale des entreprises : les lignes directrices de l'OCDE intègrent la parité comme une bonne pratique de gouvernance ; Global Compact des Nations Unies promeut également la RSE et inclut dans ses principes généraux l'objectif d'éliminer la discrimination sexuelle au sein de ses équipes
- Les classements, les fonds de pension éthiques et les médias
- Les efforts menés par les institutions européennes : incitations et publication de rapports, projet de Directive sur les quotas de 2012

Actuellement, les sociétés sont contraintes d'inclure une déclaration annuelle sur leur modèle de gouvernance d'entreprise. Il pourrait être approprié d'ajouter une section relative à l'égalité homme-femme au sein de la société, laquelle inclurait (au minimum) :

1. Des statistiques détaillées sur la parité
2. Des objectifs à atteindre à court et moyen termes
3. Des suggestions d'outils et de pratiques à mettre en place

---

<sup>46</sup> "Grandir comme dirigeant" [To mature as a manager], Louis Dugas, in Voyage au Coeur de la dirigeance [Journey through the heart of management], février 2007, Eyrolles.

<sup>47</sup> "Femmes et pouvoir", Viviane de Beaufort, octobre 2012.

<sup>48</sup> "Women and relationship to Power: a taboo or new Corporate Governance Model", Viviane de Beaufort, October 2012 ; Moscovici, 1996; *Challenging board performance – European Corporate Governance Report 2011 p.40, Heidrick & Struggles - 01101PBTSMI59*

Une liste des outils et des pratiques ayant fait leurs preuves pourrait être incluse dans la Recommandation :

- Les actions à mettre en œuvre en matière de recrutement.
- Les systèmes de soutien comme le monitoring, des formations dédiées telle programme « *Women Be European Board Ready* » mis en place au début de l'année 2011 à l'ESSEC, fondé sur une double approche puisqu'il s'intéresse à la fois aux « compétences » nécessaires pour siéger dans un conseil, notamment les fondamentaux d'une gouvernance d'entreprise moderne et pérenne et assure un système de soutien<sup>49</sup>.
- La constitution d'un vivier afin que les femmes soient mieux identifiées au sein d'un pool de talents.<sup>50</sup>

La recherche d'une plus grande diversité au sein des conseils ne sera jamais efficace en se reposant sur les pratiques de recrutement existantes et sur le « profiling » actuel des candidats. Ces approches doivent être modernisées en accordant une attention toute particulière à la formation et au soutien des femmes candidates à des postes de direction. La pression de la féminisation doit pouvoir être un vecteur de changement qui apportera plus de diversité et de professionnalisme au sein des conseils et des comités décisionnaires ; cette « équipe » renouvelée favorisera *in fine* l'obtention de meilleures performances.

### 3.2. *Le rôle des administrateurs indépendants*

#### *Du concept d'indépendance*<sup>51</sup>

Les administrateurs indépendants ont un rôle majeur dans la prévention des conflits. En 2003, la Commission européenne a indiqué que « la protection des intérêts de tous les actionnaires et des tiers rend nécessaire la soumission des fonctions de direction à un *contrôle effectif et suffisamment indépendant* ». Cette indépendance peut être définie comme l'absence de liens (économiques, familiaux, amicaux ou autres) avec la société en question<sup>52</sup>. Il est souhaitable d'assurer une proportion suffisante d'administrateurs indépendants au sein des conseils et les

---

<sup>49</sup><http://executive-education.essec.fr/programmes/programmes/formation/women-be-european-board-ready.html>

<sup>50</sup> <http://ec.europa.eu/avservices/video/player.cfm?ref=1075488>

<sup>51</sup> Inspiré de notre précédente publication : *Les administrateurs indépendants dans l'Union européenne – Le point de vue de la Commission européenne et des aspects de comparaison en Europe*

<sup>52</sup> Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen (COM(2003)284) – Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – Un plan pour avancer

administrateurs indépendants doivent être en mesure d'avoir les moyens nécessaires à l'exercice de leur mission, en particulier en matière d'informations.

Plusieurs définitions de l'indépendance ont été avancées : ne pas occuper ou avoir occupé de fonctions exécutives ou managériales dans la société, ne pas être employé par la société, ne pas recevoir ou s'apprêter à recevoir de rémunération additionnelle, ne pas représenter ou être actionnaire majoritaire, ne pas avoir ou avoir eu de liens commerciaux significatifs avec la société durant l'année précédente, ne pas être salarié ou associé de la société auditrice, etc. Au delà de ces définitions, des règles ont été suggérées pour rendre effective cette indépendance : *transparence concernant la nomination des administrateurs indépendants* : la société doit donner les raisons qui lui permettent de croire en l'indépendance de l'administrateur, fixer une limite à 4 ans des mandats et doit prévoir une procédure de révocation.

Cependant, à notre sens, l'indépendance reste avant tout une question morale : elle repose sur la responsabilité individuelle : maintenir une indépendance dans l'analyse et la prise de décisions en toutes circonstances, ne pas rechercher ou accepter d'avantages déraisonnables, exprimer clairement son refus envers une décision considérée comme dangereuse pour la société. Un administrateur indépendant devrait aussi démissionner dans le cas où l'une de ses considérations morales se trouverait violée. Les administrateurs indépendants sont particulièrement nécessaires au sein des comités où des conflits d'intérêts peuvent donc surgir, afin de garantir une surveillance efficace : rémunération, audit, nomination.

### *Durée et renouvellement des mandats*

Des mandats de courte durée tout comme la révocation *ad nutum* ont tendance à favoriser une logique court-termiste auprès des dirigeants de sociétés. Il est donc nécessaire de promouvoir le long terme, en conséquence, sont désormais suggérés des mandats de durées différentes et la limitation de l'usage de la révocation *ad nutum*.

Est également requise une information sur la diligence de chaque administrateur : participation aux réunions du conseil, nombre de mandats exercés. A titre d'exemple, la suggestion 4 des « *European Corporate Governance Guidelines* » propose : « La société doit divulguer l'identité de tous les membres du conseil (de surveillance) et leurs fonctions, en particulier les rôles de Président et de Directeur Général (si applicable), ainsi que la participation aux comités. Elle doit également rendre compte de leurs autres fonctions et responsabilités opérationnelles » dans les différents comités, de la durée des mandats, de la rotation des postes, du lien entre les jetons de présence et le temps consacré aux fonctions et responsabilités assumées (présence dans le comité). Une option est de limiter le nombre de mandats à 2 ou 3 (maximum 5) dans les sociétés cotées.

### **3.3. Evaluation du fonctionnement des conseils**

La Recommandation de la Commission 2005/162/CE sur le rôle des administrateurs indépendants et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées a indiqué que les conseils devraient évaluer leur performance tous les ans. Une telle procédure inclut

l'évaluation des membres pris dans leur ensemble, l'organisation et le fonctionnement du groupe mais aussi une évaluation des compétences et de l'efficacité de chaque membre du conseil et des comités rattachés à ce dernier.

Il apparaît que la mise en place d'une évaluation externe des conseils d'administration devrait être plus systématique : selon quelles modalités ? Evaluation annuelle ou intervenant tous les 3 à 5 ans (ex. UK Corporate Governance Code), réalisée en interne ou faire par les auditeurs ou encore des sociétés de conseil ? La question peut se régler dans le cadre du « comply or explain » : le conseil justifie de son processus d'évaluation devant les actionnaires en AG et les résultats de l'évaluation doit être partagée avec les actionnaires. L' inclure dans le rapport annuel de gouvernance pourrait être une voie. Le Parlement dans son rapport (note -) considérant 20. Reconnaît que des évaluations externes effectuées à intervalles réguliers constituent des instruments utiles pour évaluer l'efficacité des pratiques en matière de gouvernance d'entreprise; est toutefois d'avis que ces évaluations ne devraient pas revêtir un caractère Obligatoire.

Nota : Des réunions périodiques du conseil d'administration et des discussions individuelles occasionnelles ne sont pas suffisantes. Les membres du conseil ont des agendas personnels très chargés et ont certainement tendance à ne pas organiser suffisamment de réunions. En conséquence, les membres du conseil ont des difficultés à prendre connaissance de l'ensemble des décisions de la direction alors même que leur rôle serait de contrôler ces décisions et de formuler des recommandations pour les futures décisions à prendre.

Le fonctionnement des conseils doit donc être repensé pour rendre les membres plus efficaces en dépit de leurs agendas chargés. Comme première étape, il apparaît utile de recourir à une plateforme collective sécurisée, accessible aux seuls membres et leur permettant :

- D'avoir un accès à distance permanent à l'ensemble des informations à jour, bien organisées et facilement trouvables ;
- De pouvoir, à tout moment, poser toute question additionnelle, formuler toute réponse, commentaire ou opinion ;
- De bénéficier d'une traçabilité totale et complète de l'ensemble des contributions et commentaires de chaque administrateur. Cette traçabilité resterait confidentielle au sein du conseil en tant que protection efficace pour éviter qu'un administrateur n'engage sa responsabilité individuelle. Les décisions de justice tendent en effet à montrer que la responsabilité des administrateurs peut facilement être engagée à titre individuel, en complément de la responsabilité collective.

En travaillant grâce à une telle plateforme sécurisée, les conseils seront en mesure d'être informés en temps réel pour réfléchir, travailler et agir en continu, à l'opposé des réunions mensuelles ou trimestrielles. La gouvernance d'entreprise trouvera ainsi à ne plus se trouver en retrait, comme en retard, par rapport à la direction des entreprises<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> Proposition formulée par le Saint George Institute et nous nous accordons avec elle.

### 3.4. Rémunération des dirigeants : vers un Say on Pay européen

*(Des travaux sont actuellement menés au sein du CEDE sur ce thème)*

Voir en tant qu'acquis les Recommandations de la Commission 2004/913/CE, 2005/162/CE et 2009/385/CE, et la déclaration faite par le European Corporate Governance Forum du 23 mars 2009.

Il est utile de mettre en place des incitations appropriées qui encouragent la création de valeur sur le long terme par les sociétés cotées.

Une publicité complète des politiques de rémunération (et des rémunérations individuelles des administrateurs exécutifs et non exécutifs) doit être réalisée, celle-ci doit elle faire l'objet d'un vote (obligatoire ou simplement consultatif) des actionnaires ? Quel rôle aux comités de rémunérations ?

La transparence est censée garantir que les dirigeants connaissent les rémunérations de leurs pairs et adoptent ainsi les meilleures pratiques et que le marché s'autorégule. A ce titre le « Say on pay » a été préconisé. Mais les actionnaires semblent se contenter de valider les rémunérations proposées.

Reste que de récents refus de rémunération sont intervenus lors d'assemblées générales au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Les actionnaires font l'apprentissage progressif de ce droit et se montrent plus regardant sur ce qui apparaît jusqu'alors comme des évidences évitant ainsi qu'à l'avenir les dirigeants aient « carte blanche ».

Les lignes directrices européennes en matière de gouvernance d'entreprise donnent 7 principes sur lesquels les rémunérations devraient être fondées : l'exhaustivité, l'équilibre, la comparaison, la cohérence, la clarté, la mesure et la transparence.

Le Parlement européen s'est déclaré « favorable à la publication des politiques de rémunération des entreprises et de leurs rapports annuels en matière de rémunération, qui devrait être soumise à l'approbation de l'assemblée des actionnaires; souligne toutefois que les États membres devraient pouvoir aller plus loin et fixer des règles quant à la publication des rémunérations individuelles des administrateurs exécutifs et non exécutifs, ce qui serait de nature à renforcer la transparence; estime qu'il convient de mettre en place une surveillance renforcée et de nouvelles règles pour interdire les abus en matière de salaires, de bonus et de rémunérations des dirigeants dont les établissements, appartenant ou non au secteur financier, ont été renfloués par les autorités des États membres; estime que les autorités judiciaires devraient être saisies, si nécessaire, afin de prévenir toute utilisation abusive des deniers publics versés pour le renflouement; demande des politiques de rémunération durables sur le long terme, qui devraient être basées sur la performance à long terme de la personne et de son entreprise; estime que l'augmentation des salaires des administrateurs devrait être compatible avec laviabilité à long terme de leur entreprise; soutient l'introduction d'éléments de viabilité à long terme dans la rémunération variable des cadres, comme le fait de subordonner une part de leur rémunération variable à la réalisation d'objectifs de responsabilité sociale des entreprises, tels que la santé et la sécurité sur le lieu de travail et la satisfaction des travailleurs à l'égard de leur emploi, par exemple »<sup>54</sup>

---

<sup>54</sup> Note 6 considérants 22 à 26

Est-il nécessaire d'aller plus loin à échelle de l'UE, ou cette question particulière doit-elle pouvoir être traitée dans le cadre du « comply or explain », dans sa version améliorée (cf propos précédent du Titre 1) ?

## **Quelques éléments en guise de conclusion ouverture :**

### **1. Les liens entre la responsabilité sociale de l'entreprise et la gouvernance d'entreprise**

La doctrine et les tribunaux ont longtemps conçu la société comme un contrat entre des actionnaires : en tant qu'accord de volontés entre apporteurs de capitaux et de biens, la société devait donc être gérée dans leur intérêt exclusif. Cependant, cette vision contractualiste de la société a changé. Cette dernière est également envisagée comme une collectivité sociale (modèle rhénan) avec ses salariés, ses créanciers, ses clients et donc une responsabilité sociale et sociétale. Cette responsabilité institutionnelle de la société invite à repenser la gouvernance d'entreprise. L'intérêt social est devenu pluraliste et il est important de prendre en compte les parties prenantes de la société, qui dépassent le cadre des actionnaires, et d'envisager les moyens leur permettant de défendre leurs intérêts (devoir de fidélité, refus de l'oppression)<sup>55</sup>. Malgré les efforts de la Commission européenne pour lier responsabilité sociale de l'entreprise et gouvernance d'entreprise, ces deux thèmes sont encore et toujours traités séparément. Une bonne gouvernance d'entreprise ne se résume pas au respect de règles et de codes ; elle est fondée sur des processus, sur des personnes et sur une certaine culture au sein d'une organisation. Il est ici question de pérennité de l'entreprise.

Dans un contexte européen, il est intéressant d'identifier les interprétations différentes de la RSE : dans les pays anglo-saxons, elle est considérée comme un facteur de risque, alors qu'en France elle fait l'objet d'obligations légales. En dépit de ces différences, on observe une demande croissante de prise en charge des questions de RSE et, les conseils d'administration et de surveillance doivent assumer cette responsabilité. Dans son rapport sur la RSE<sup>56</sup>, le Parlement européen souligne : « le débat sur la RSE ne doit pas être séparé des questions de gouvernance d'entreprise : les questions d'impact environnemental et social des activités de l'entreprise, de relations avec les actionnaires, de protection des droits des minoritaires, d'obligations des dirigeants doivent être intégrées dans le plan de la Commission en matière de gouvernance d'entreprise ». Le Parlement dans le considérant 11 du rapport pré-cité (note 6) estime que les initiatives en matière de gouvernance d'entreprise doivent aller de pair avec celles que suggère la Commission au sujet de la responsabilité sociale des entreprises; estime que, surtout dans la situation socioéconomique actuelle, la responsabilité sociale des entreprises pourrait être associée à la gouvernance des entreprises pour renforcer les liens

---

<sup>55</sup>*Pouvoirs, institution et gouvernance de la société par actions: lorsque le Canada remet en questions le dogme de la primauté actionnariale*, Stéphane Rousseau et Ivan Tchotourian – Les cahiers de la CRSDD, collection recherché No 05-2012

<sup>56</sup>Parlement européen, Rapport sur la responsabilité sociale des entreprises: promouvoir les intérêts de la société et ouvrir la voie à une reprise durable et inclusive(2012/2097(INI))

entre les entreprises et le milieu social dans lequel elles se développent et mènent leurs activités.

Il est frappant de constater la place que prend la RSE, cet an-ci, dans les explications de la direction lors des AG des entreprises, semblant acter que désormais la RSE est un élément majeur de la stratégie de celles-ci et un élément de la performance extra financière.

## **2. Une initiative pour clarifier le concept d' « intérêt de groupe »**

*(Des travaux sont actuellement menés au sein du CEDE sur ce thème)*

### **La prise en compte des questions spécifiques aux groupes**

L'intérêt de groupe devrait faire l'objet d'une consécration légale au même titre que la simplification des modalités requises pour développer les groupes ou l'amélioration de la transparence des structures de groupes. Les groupes sont devenus une réalité dans l'environnement économique européen et international. Plusieurs projets de réglementation spécifique sur les groupes de sociétés ont été élaborés, dont le projet de 9<sup>e</sup> Directive en particulier puis abandonnés au profit de quelques aménagements. Plusieurs questions importantes se retrouvent dans ces projets : la direction des groupes, leur transparence, la responsabilité des sociétés mères, la protection des créanciers, celle des actionnaires minoritaires.

Plusieurs arguments vont dans le sens de la consécration d'une existence légale des groupes dans la législation européenne :

- Cela permet de clarifier les situations dans lesquelles les filiales peuvent accepter une transaction/opération avec le groupe. Cela constituerait donc une sorte de pare-feu, fonctionnant au bénéfice des directions des filiales :
- Cela simplifie les obligations légales incombant aux sociétés mères qui n'auraient plus à se référer systématiquement aux différents droits nationaux applicables à leurs diverses filiales, ce qui permet une réduction en termes de coûts ;
- Cela rend homogène la loi applicable au sein de l'Union européenne, favorisant ainsi le principe de la liberté d'établissement ;
- Cela permet de spécifier les obligations incombant aux conseils d'administration/de surveillance des sociétés mères et des filiales, donc leur responsabilité.

Il s'agit aussi d'assurer que des pratiques existantes soient prises en compte par ces nouveaux instruments légaux, en particulier les pratiques de cash-pooling et les conventions d'omnium, lesquelles ne sont pas pleinement reconnues par certaines jurisprudences dont celle de la

France (C. cass, Rozenblum, 4 février 1985)<sup>57</sup> mais qui existent de fait créant donc une source d'insécurité juridique au sein des groupes.

### **Assurer une transparence accrue concernant les structures et les relations au sein des groupes**

Les Directives Transparence (2004) et OPA(2004) ainsi que l'article 46a modifié de la Directive 78/660/CEE ont accru la transparence ; cependant, la présentation des informations reste dominée très largement par une logique financière. Cette transparence doit être établie lors de la création du groupe, en respectant la Directive Transparence sur les informations liées à la détention du capital. La structure du groupe, c'est-à-dire son périmètre fait lui l'objet d'une publicité, en vertu de la 7<sup>e</sup> Directive sur les comptes consolidés et de la norme IAS 27 sur les états financiers consolidés, mais seulement d'un point de vue financier ; Manquent des informations au niveau du fonctionnement et de la direction du groupe, en ce qui concerne les relations qui assurent la cohésion du groupe.

### **Modifications des pratiques des entreprises**

La reconnaissance d'un intérêt de groupe doit être plus aboutie et accompagnée d'une communication plus complète en ce qui concerne les structures de groupes. (voir "*The Corporate Group Law Principles and Proposals*", 1998<sup>58</sup>). Seuls l'Allemagne et quelques autres pays (Portugal, 1986; Hongrie, 1988; République Tchèque, 1991; Slovénie, 1993) ont développé un corps de règles général et autonome à ce sujet. Pourquoi ne pas envisager une Recommandation visant à protéger les intérêts de groupe avec un droit (mais aussi une obligation) de diriger le groupe et les sociétés qui le constituent en accord avec les intérêts généraux du groupe ? La possibilité de contractualiser les relations intra-groupe et si ce choix n'a pas été fait, celle de s'expliquer dans le Rapport annuel de gouvernance au titre du comply or explain ?

---

<sup>57</sup> Voir Note relative aux conventions d'omnium et au cash pooling, Jean-Yves Archer

<sup>58</sup>European Business Organization Law Review (EBOR) I (2000) 165-264 ; "Corporate Group Law for Europe", Forum EuropaeumKonzernrecht, Stockholm (Corporate Governance Forum) 2000.

## BIBLIOGRAPHIE

- Rapports sur un cadre de gouvernement d'entreprise pour les sociétés européennes du Parlement Européen, 8 mars 2012, Commission juridique et avis différentes Commission
- Communication sur le « Plan d'action: droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », COM (2012) 740/2.
- Relations entre l'organe de surveillance des entreprises et le management, Commission des affaires juridiques du Parlement européen, Etude du cabinet Jeantet, 2012
- Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, 4 April 2011, Brussels
- GREEN PAPER « The EU corporate governance framework », COM (2011) 164 final, Brussels, 5.4.2011 & Results of the public consultation: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/corporate-governance-framework\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/corporate-governance-framework_en.htm).
- Consultation on 'disclosure of non-financial information by companies', [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/nonfinancial\\_reporting\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/nonfinancial_reporting_en.htm)
- OECD, Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles, February 2010.
- 'Contract terms for agreements between asset owners and their fund managers', the ICGN Shareholder Responsibilities Committee, January 2010, [http://www.icgn.org/policy\\_committees/shareholder-responsibilities-committee/](http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/).
- Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe, ECB T2S
- Taskforce on Shareholder Transparency, 9 December 2010, <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-responseanalysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81age/307>
- OECD Principles of Corporate Governance, 2004, p. 11, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

- STUDY ON MONITORING AND ENFORCEMENT PRACTICES IN CORPORATE GOVERNANCE IN THE MEMBER STATES- Final Report- 23 September 2009. RiskMetrics Group | Landwell | BUSINESSEUROPE | EcoDa [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comly-or-explain-090923en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comly-or-explain-090923en.pdf).
- Heidrick&Struggles, Corporate Governance Reports
- Communication on the framework for promoting employee financial participation - COM (2002) 364 -The PEPPER IV Report: Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union, 2008.
- Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of nonexecutive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board(SEC(2007)1021).
- N° 1270 Assemblée Nationale, RAPPORT D'INFORMATION en conclusion des travaux d'une mission d'information constituée le 16 octobre 2002 sur la réforme du droit des sociétés, M. PASCAL CLÉMENT, 2 décembre 2003.
- Weil, Gotshal & Manges, Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States, (2002)
- Report by the High Level Group of Company Law Experts, Brussels, 4 November 2002
- Tamara C. Belinfanti, New York Law School Legal Studies, The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, Research Paper Series 09/10, 2009
- Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012
- AMF, Recommandation n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011
- Corporate Governance Code Monitoring Committee, Second report on compliance with the Dutch Corporate Governance Code, 14 décembre 2010
- AMF, Rapport Mansion Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, 6 septembre 2005

**Auteur: Viviane de BEAUFORT**

Professeure à l'ESSEC, dirige le Département Droit et co-dirige le **Centre Européen de Droit et d'Economie**.

Ses principaux thèmes de recherche concernent la gouvernance publique et d'entreprise à échelle européenne.

Auteur entre autres des ouvrages : EUROPEAN GOVERNANCE in the Age of TAKEOVER BIDS. Paris(France) : Economica-Droit des affaires éditions anglaises, 2009

Gouvernance d'entreprise en Europe. Paris (France) : Economica - Droit des affaires, 2006

Les OPA en Europe. Paris (France) : Economica, 2002

Et des articles : "De l'effet vertueux de la loi NRE sur la responsabilisation des entreprises en France" (V. De Beaufort), Confrontations Europe -la revue, janv. 2008, Numéro 80, p. 14-17

"L'approche française peut-elle inspirer l'UE ?" (V. De Beaufort), Confrontations Europe, oct. 2007, Numéro 80, p. 15-17

"L'administrateur indépendant, clé d'une bonne gouvernance des entreprises européennes ? - Approche à échelle de l'Europe" (V. De Beaufort), Revue Française de Gouvernance de l'Entreprise, juin 2007, Numéro 1, p. 175-198

"De la démocratie actionnariale pratiquée par la Commission européenne, les limites de l'exercice" (V. De Beaufort), La Lettre de Confrontations, mars 2007

*Email:* [Beaufort@essec.fr](mailto:Beaufort@essec.fr)

*Twitter:* @vdbeaufort

*Linked-in:* <http://www.linkedin.com/pub/viviane-de-beaufort/8/720/aa>

*Blog:* <https://sites.google.com/a/essec.edu/viviane-de-beaufort/>

***Etude réalisée en collaboration avec : Julien Chartier, Lucy Summers, François Piquet et Garance Hadjidj- Essec Grande Ecole – Parcours droit***