



3 DÉCEMBRE 2019

**RAPPORT 2019 SUR LE
GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET
LA RÉMUNÉRATION DES
DIRIGEANTS DES SOCIÉTÉS COTÉES**

amf-france.org

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



SYNTHÈSE	3
PARTIE 1 - ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE ET DE RÉMUNÉRATION	6
1. UNE ACTUALITÉ EUROPÉENNE RICHE QUI FAIT ÉVOLUER LES LIGNES DE LA GOUVERNANCE FRANÇAISE	7
1.1. D'une gouvernance actionnariale à une gouvernance plus partenariale. Erreur ! Signet non défini.	
1.2. Impact et influence de la « Directive SRD2 » sur le marché français	11
1.3. Autres évolutions en matière de gouvernance prévues par la loi « PACTE »	16
2. DES ÉVOLUTIONS NATIONALES AMORCÉES DE LONGUE DATE ET SUIVIES PAR L'AMF	24
2.1. Les assemblées générales	24
2.2. L'activisme, au cœur de l'actualité	25
PARTIE 2 - ÉTUDE SUR LE DIALOGUE ACTIONNARIAL	28
OBJET ET MÉTHODOLOGIE DE L'ÉTUDE	30
RÉSULTATS DE L'ÉTUDE	33
1. LE DIALOGUE AU SEIN DU CONSEIL	33
1.1. La présence des actionnaires au sein du conseil.....	33
1.2. La prévention des conflits d'intérêts.....	40
2. LE DIALOGUE PERMANENT	44
2.1. La personne en charge du dialogue	44
2.2. Le contenu du dialogue.....	47
2.3. L'information du conseil	47
2.4. Les résultats du dialogue permanent.....	48
2.5. Une information peu détaillée sur la prise en compte des demandes des investisseurs	48
3. LE DIALOGUE AVEC LES ACTIONNAIRES À L'OCCASION DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE	50
3.1. Peu de contestations des actionnaires en assemblée générale.....	50
3.2. Des résultats de vote différents selon le type de résolution	52
PARTIE 3 - AUTRES CONSTATS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE ET DE RÉMUNÉRATION	64
1. RÉFÉRENCE AU CODE AFEP-MEDEF PAR UNE SOCIÉTÉ ÉTRANGÈRE	65
2. CONVENTIONS DE PRESTATIONS DE SERVICES	66
3. LES ADMINISTRATEURS INDÉPENDANTS	67
4. LES RÉMUNÉRATIONS LONG TERME	69
ANNEXE 1 : LISTE DES SOCIÉTÉS DE L'ÉCHANTILLON	69

SYNTHÈSE

Le présent rapport est élaboré en application de l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier, issu de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, qui charge l'AMF d'établir chaque année un rapport se fondant sur les informations publiées par les sociétés cotées sur un marché réglementé ayant leur siège statutaire en France, en matière de gouvernement d'entreprise et de rémunération des dirigeants. Il s'agit du 16^{ème} rapport rédigé par l'AMF en la matière.

Ce rapport présente successivement les évolutions en matière de gouvernance et de rémunération puis comprend des développements approfondis sur un thème d'actualité : le dialogue actionnarial. Il inclut enfin une partie dédiée aux faits saillants et constats de non-conformité effectués lors de la revue annuelle des documents de référence de sociétés cotées sur un marché réglementé.

□ ÉTUDE SUR LE DIALOGUE ACTIONNARIAL

L'AMF constate des attentes grandissantes à l'égard des organes dirigeants des sociétés cotées de la part des parties prenantes, au premier rang desquelles figurent les investisseurs. Ces attentes se traduisent notamment par la contestation de certaines résolutions en assemblée générale. En outre, la progression de l'activisme actionnarial remet au premier plan la question du dialogue entre les émetteurs et les actionnaires.

Même si la notion de dialogue implique une réciprocité de la part des investisseurs, cette étude est centrée sur l'organisation mise en place à cet effet au sein des sociétés cotées et n'examine pas les politiques d'engagements actionnarial que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs doivent élaborer et rendre publiques¹. À l'avenir, en vertu de la directive visant à promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires², ces investisseurs institutionnels devront également communiquer sur la façon dont les principaux éléments de leur stratégie d'investissement en actions sont compatibles avec le profil et la durée de leurs engagements, en particulier de leurs engagements à long terme. Ces communications permettront ainsi aux émetteurs de mieux connaître les préoccupations des investisseurs. Cette question n'est pas traitée dans ce rapport³.

L'échantillon est constitué de 40 sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Parmi ces 40 sociétés, les vingt premières représentent les vingt plus grosses capitalisations de l'indice CAC 40 d'Euronext Paris au 31 décembre 2018. Les vingt dernières sociétés de l'échantillon représentent les vingt dernières capitalisations de l'indice SBF 120 d'Euronext Paris, à la même date. Ont été exclues de cet échantillon les sociétés de droit étranger et les sociétés ne se référant pas au code AFEP-MEDEF.

Il est à noter également que la présente analyse a été construite à partir des seules informations publiées par ces sociétés.

¹ À titre d'exemple, les sociétés de gestion sont assujetties à une politique de vote en application de l'article L. 533-22 du code monétaire et financier, les FIA en application des articles 319-21 à 319-25 du règlement général de l'AMF et les OPCVM en application des articles 321-132 à 321-134 du règlement général de l'AMF.

² Directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires dite SRD2.

³ La directive précitée prévoit que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs doivent élaborer et rendre publique une politique d'engagement décrivant de quelle manière ils intègrent l'engagement des actionnaires dans leur stratégie d'investissement. Cette politique décrit la manière dont ils assurent le suivi des sociétés dans lesquelles ils investissent en ce qui concerne certains sujets pertinents (y compris la stratégie, les performances financières et non-financières ainsi que la gouvernance d'entreprise) ; et aussi la manière dont ils « dialoguent avec les sociétés détenues » et « communiquent avec les acteurs pertinents des sociétés détenues ».

C'est ce que favorise la directive en imposant que ces conseillers communiquent certaines informations essentielles liées à l'élaboration de leurs recherches, conseils et recommandations de vote ainsi qu'aux conflits d'intérêts réels ou potentiels et aux relations commerciales susceptibles d'influencer l'élaboration des recherches, des conseils et des recommandations de vote.

1. LE DIALOGUE AU SEIN DU CONSEIL

La composition du conseil d'administration est un élément déterminant de la qualité du dialogue entre la société et ses actionnaires. Au sein du conseil, conformément au code AFEP-MEDEF, l'influence directe des actionnaires de référence est pondérée par une proportion élevée d'administrateurs indépendants. Dans un contexte où au sein de l'échantillon le processus de sélection de ces administrateurs n'est pas toujours précisément décrit dans les informations fournies par les émetteurs, l'AMF invite le HCGE à réaliser une étude sur les processus de sélection, de proposition et de nomination de ces administrateurs. L'AMF invite l'AFEP et le MEDEF à réfléchir aux informations qu'il serait utile de rendre publiques sur ce processus de sélection des administrateurs.

Un certain nombre de règles encadre les échanges au sein du conseil, dans l'objectif de maintenir un dialogue interne de qualité, tout en évitant que celui-ci ne soit détourné au profit d'intérêts particuliers. Il s'agit notamment des règles encadrant la gestion des conflits d'intérêts et l'indépendance des administrateurs. L'AMF invite l'AFEP et le MEDEF ou le HCGE à clarifier certaines dispositions du code AFEP-MEDEF notamment celles relatives à l'appréciation de l'indépendance de l'actionnaire détenant plus de 10% du capital ou des droits de vote et constate que les explications fournies pour justifier de l'indépendance d'un administrateur siégeant depuis plus de 12 ans restent très subjectives.

L'AMF constate également, au sein de son échantillon, la présence de nombreux censeurs au sein des conseils, en sus des administrateurs. Elle s'interroge sur le développement de cette pratique et renouvelle son invitation à l'AFEP et au MEDEF pour engager une réflexion sur l'opportunité d'appliquer aux censeurs certaines des règles auxquelles sont soumis les administrateurs ou pour analyser dans quelles conditions ils seraient assimilables à des conseils externes dont l'avis serait, au cas par cas, sollicité et dans quelles conditions ils pourraient alors intervenir. Le rôle des censeurs pourrait faire l'objet d'une réflexion de place. L'AMF recommande aux sociétés qui recourent à un ou plusieurs censeurs, ou envisagent d'y recourir, de s'interroger sur l'opportunité de cette pratique et si elles le font, de s'assurer qu'ils connaissent la réglementation relative aux abus de marché⁴, et plus spécifiquement les règles d'abstention de communication d'une information privilégiée et celles d'abstention d'effectuer des transactions sur titres en cas de détention d'une information privilégiée.

2. LE DIALOGUE PERMANENT AVEC LES ACTIONNAIRES

S'agissant du dialogue permanent, l'AMF constate que 26 sociétés sur 40 déclarent avoir mis en place un dialogue entre le conseil et les investisseurs. Cette pratique se développe rapidement et contribue à renforcer le dialogue entre les sociétés et les investisseurs. Le champ de ce dialogue avec un membre du conseil désigné à cet effet est souvent restreint aux questions de gouvernance. Il appartient à la direction d'engager des discussions avec les actionnaires sur les autres sujets d'attention des actionnaires tels que la stratégie et la performance. Ce dialogue ne peut, en tout état de cause, pas porter sur des informations privilégiées.

Connaître les préoccupations des investisseurs permet aux sociétés d'anticiper les demandes d'activistes et d'avoir des éléments de réponse à leur fournir.

Les émetteurs sont de plus en plus interpellés par des actionnaires et doivent être en capacité de communiquer rapidement. L'AMF rappelle que les sociétés, notamment en cas de contestation de la part des actionnaires, doivent avoir une communication financière adaptée, particulièrement concernant les informations privilégiées qui doivent être rendues publiques « *dès que possible* » (article 17 du règlement abus de marché⁵). L'article du 223-1 du règlement général de l'AMF (« *l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère* ») est dans ce contexte très important. L'AMF est particulièrement attentive à la qualité de cette communication⁶.

L'AMF recommande que les supports de présentation établis à l'occasion des « *roadshows gouvernance* » soient mis en ligne sur le site internet de la société. En cas de vote contesté en assemblée générale, elle recommande également aux

⁴ Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché dit « abus de marché ».

⁵ Ibid.

⁶ [Contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse \(juillet 2019\)](#).

sociétés de s'interroger sur l'opportunité d'une communication sur les positions éventuellement arrêtées par le conseil à la suite de ce vote.

3. LE DIALOGUE EN ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

L'assemblée générale est un lieu essentiel de débat avec les actionnaires. Les questions des actionnaires posées pendant cette assemblée portent sur des sujets variés et reflètent surtout les préoccupations des personnes présentes dans la salle. De ce fait, l'étude s'est concentrée sur les résultats des votes qui sont plus représentatifs de la position de l'ensemble des actionnaires.

Le constat général fait ressortir un taux élevé d'approbation moyen des résolutions et un faible nombre de dépôts de résolutions par des actionnaires.

Certaines catégories de résolutions apparaissent plus contestées que d'autres. L'étude fournit les résultats obtenus pour les principales catégories de résolutions. De nombreuses informations pédagogiques sont fournies par les sociétés dans les brochures de convocation pour éclairer le vote des actionnaires sur les résolutions les plus contestées. L'AMF se félicite de ces bonnes pratiques dont elle a encouragé le développement depuis 2012. Des progrès restent néanmoins à faire s'agissant de la lisibilité de l'information fournie sur la politique de rémunération des dirigeants et sur les conventions réglementées.

□ AUTRES CONSTATS

L'AMF a constaté, dans plusieurs cas, l'existence de contrats, parfois confidentiels, conclus entre certains dirigeants de la société et l'un de leurs actionnaires. Il s'agit généralement de contrats donnant droit au versement d'une rémunération dont le montant est déterminé au moment de la sortie du capital de l'actionnaire et en fonction de la valorisation de la participation cédée. L'AMF invite l'AFEP, le MEDEF et le HCGE à étudier les pratiques internationales sur le sujet et à réfléchir aux mesures à prendre dans de telles situations, afin que le conseil d'administration et l'ensemble des actionnaires en aient connaissance, et que les conflits d'intérêts éventuellement générés soient gérés de manière adéquate.

Elle fait également part d'un certain nombre de constats sur les contrats de prestation de services, l'indépendance des administrateurs et la valorisation des rémunérations long terme en tout ou partie indexées sur le cours de bourse.

PARTIE 1 - ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE ET DE RÉMUNÉRATION

Ce chapitre a vocation, à l’instar des années précédentes, à dresser un panorama des évolutions en matière de gouvernance d’entreprise et rémunération des dirigeants en Europe et en France. Dans ce domaine, force est de constater que la prise en compte des enjeux environnementaux et sociaux ainsi que des préoccupations des parties prenantes autres que les actionnaires se fait plus prégnante.

1. UNE ACTUALITÉ EUROPÉENNE RICHE QUI FAIT ÉVOLUER LES LIGNES DE LA GOUVERNANCE FRANÇAISE

1.1. Intégration des enjeux de RSE dans la gouvernance

Des réflexions ont été engagées non seulement sur la façon d’intégrer les enjeux du développement durable au sein de la stratégie des entreprises mais également dans leur gouvernance, lesquelles peuvent aider au pilotage de ces enjeux. Ainsi, le domaine de la gouvernance d’entreprise est amené à évoluer pour mieux refléter la prise en compte des problématiques environnementales et sociales.

□ Une volonté politique européenne en faveur d’une gouvernance durable

En publiant son plan d’action pour une finance durable⁷ le 8 mars 2018, la Commission européenne a affiché son ambition d’accompagner les marchés financiers européens vers une économie plus sobre en carbone. La feuille de route, largement inspirée d’un rapport élaboré par le groupe d’experts sur la finance durable qu’elle avait établi (ci-après « HLEG »)⁸, s’articule autour de dix actions transversales qui visent à réorienter les flux de capitaux vers une économie plus durable ainsi qu’à renforcer la transparence et les investissements durables. L’action 10 de ce plan mérite une attention particulière dans la mesure où elle souligne la nécessité (1) d’atténuer le court-termisme sur les marchés des capitaux d’une part et (2) de favoriser une gouvernance plus durable des entreprises d’autre part, en appelant dans les deux cas à une évolution des pratiques de gouvernance d’entreprise des sociétés.

Concernant le premier objectif, le HLEG avait déjà identifié qu’une certaine tendance au court-termisme s’était amplifiée ces dernières années. Selon John Kay, mandaté par le gouvernement britannique aux fins d’élaborer un rapport⁹ à ce sujet en 2012, les pressions de court terme mènent à un sous-investissement dans les actifs physiques et incorporels tels que le développement de produits, les compétences des employés, la réputation auprès des clients ainsi qu’à un comportement hyperactif de dirigeants accordant une importance excessive aux restructurations, ingénieries financières et fusions-acquisitions. Les recommandations principales pour remédier aux pressions exercées à court-terme comportent des mesures pour aligner la rémunération des dirigeants sur une création de valeur long terme, une composition du conseil d’administration ou de surveillance qui permette la prise en compte des objectifs des parties prenantes dans la stratégie ainsi que des indicateurs à moyen et long terme pour mesurer les fruits de la stratégie long terme (satisfaction des clients, réputation, projets d’investissement).

Afin de traiter cette problématique, la Commission européenne entend dans un premier temps engager un dialogue avec les différentes parties prenantes afin de mieux identifier les pressions de court terme exercées par le marché des capitaux. Une conférence¹⁰ organisée par la direction générale de la justice et consommateurs (ci-après « DG Just ») de la Commission européenne en janvier 2019 à ce sujet, confirmait le constat d’une importance excessive accordée au rendement actionnarial, laquelle conduit à un sous-investissement dans l’innovation et le capital humain, tous deux pourtant essentiels pour assurer la transition écologique. La DG Just évoquait aussi la nécessité de modifier les règles de gouvernance

⁷ DG for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2018). *Commission action plan on financing sustainable growth*. Le plan d’action est consultable sur [le lien suivant](#).

⁸ *Final Report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance: Financing a Sustainable European Economy*, janvier 2018. Ce rapport est consultable sur le [lien suivant](#).

⁹ *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*, John Kay, 2012

¹⁰ DG for Justice and Consumers. (2019). *Conference on ‘Sustainable Corporate Governance’*. La conférence est disponible sur [le lien suivant](#)

d'entreprise afin de promouvoir la création de valeur à long terme et la prise en compte des parties prenantes et des considérations sociétales et environnementales dans la stratégie de l'entreprise.

En février 2019, la Commission européenne a ainsi lancé un appel à contribution¹¹ dans lequel elle invite les autorités européennes de supervision à se pencher sur l'action 10 du plan d'action (i) en rassemblant des données factuelles sur le court-termisme, (ii) en identifiant les différentes sources du court-termisme ainsi que les domaines de réglementation qui peuvent affecter le court-termisme et (iii) en émettant des recommandations. À la suite de cet appel, l'ESMA a ouvert une consultation publique le 24 juin auprès des investisseurs, émetteurs, sociétés d'investissement OPCVM, AIFM et associations commerciales de participants sur les marchés financiers afin de recueillir des éléments sur les pressions de court terme indûment exercées. Sur la base de ces éléments, l'ESMA devrait formuler en décembre 2019 un avis technique qui sera transmis à la Commission européenne. Dans cette consultation, l'ESMA mentionne six domaines susceptibles d'atténuer le court-termisme : les stratégies et horizons d'investissements, la publication d'informations de nature non-financière (dans la lignée de ce qu'exige la directive 2014/UE/95) et la contribution de cette dernière aux stratégies d'investissement long terme, l'importance de la juste valeur dans la prise de décision en matière d'investissements, les engagements des investisseurs institutionnels, la rémunération des gestionnaires de fonds et dirigeants, et l'utilisation de contrats d'échange sur risque de crédit par les fonds d'investissement.

Concernant le second objectif, le rapport du HLEG préconise que les conseils d'administration et de surveillance adoptent une vision plus orientée vers le long terme dans la mesure où ils doivent non plus seulement prendre en considération la création de valeur actionnariale mais également tenir compte des questions de durabilité environnementale et sociale. Selon le groupe d'experts, cette transition vers une gouvernance plus durable pourrait s'opérer *via* plusieurs leviers¹². Le groupe d'experts recommande notamment de renforcer la responsabilité des administrateurs en matière de durabilité en leur demandant :

- d'agir dans l'intérêt à long terme de l'entreprise, de ses propriétaires et ses parties prenantes ;
- d'exercer leurs missions avec soin, diligence et compétence, ce qui suppose une bonne connaissance de l'entreprise et de son environnement ainsi qu'un niveau de formation adéquat ;
- de systématiquement rechercher l'exercice de compétences concernant les enjeux de développement durable chez les candidats ;
- de publier un *reporting* régulier sur la stratégie de développement durable, y compris sur le suivi des objectifs établis par l'entreprise, à destination des différentes parties prenantes de la société.

Reprenant ce constat, l'action 10 du plan de la Commission européenne vise à la mise en place, au sein des sociétés, d'une gouvernance « *plus propice aux investissements durables* » et propose quelques pistes de réflexion telles que l'obligation, pour les conseils d'administration, d'élaborer « *une stratégie de croissance durable* » ou bien une clarification des règles en vertu desquelles les administrateurs devraient agir dans le long terme.

Il apparaît que la mise en place de mécanismes de gouvernance mieux orientés vers le long terme doit être encouragée par les investisseurs institutionnels, ce qui avait incité le groupe d'experts du HLEG à formuler quelques recommandations à l'attention de ces acteurs. Ainsi, le rapport préconisait une extension du principe de devoir fiduciaire (« *fiduciary duty* ») aux investisseurs institutionnels, *via* le développement de politiques de gestion responsable à long-terme (dites de « *stewardship* ») ou l'exercice de leurs droits de vote par exemple. Il incitait enfin à une prise en compte plus systématique des risques environnementaux et sociaux dans les politiques d'investissement. Ces préconisations ont ainsi été notamment reprises par la Commission européenne dans l'action n°7, laquelle vise à clarifier les devoirs et responsabilités des investisseurs et gérants d'actifs¹³.

¹¹ DG for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2019). *Call for advice to the European Supervisory Authorities to collect evidence of undue short-term pressure from the financial sector on corporations*. Ce document est disponible sur [le lien suivant](#).

¹² III, 7. « *Governance & Leadership* », *Financing a sustainable European economy*, HLEG, janvier 2018

¹³ Pour plus d'informations à ce sujet, voir le document publié par l'AMF en juillet 2019 intitulé « *Point d'étape réglementaire européen : avancée des travaux finance durable (disclosure et benchmark)* »

□ Évolution des codes de gouvernance autour des questions de RSE

Il y a lieu de constater depuis quelques années des évolutions dans les structures de gouvernance en Europe via l'intégration progressive des enjeux de responsabilité sociale et environnementale. Les révisions des codes de gouvernance afin d'inscrire ou consolider la place des enjeux RSE dans les bonnes pratiques de gouvernance se sont multipliées ces dernières années, comme en témoignent les récentes évolutions de rédaction des codes de gouvernance au Royaume-Uni (2018), en Italie (2018) ou encore en Allemagne (2019). Dans certains cas tels que celui du Luxembourg en 2017, l'évolution des dispositions du code de gouvernance concernait uniquement des sujets liés à la responsabilité sociale et environnementale des entreprises. Au-delà d'une simple tendance, ces évolutions sont le reflet d'un véritable changement de paradigme de la gouvernance d'entreprise. En effet, depuis les années 1970, les mécanismes de gouvernance d'entreprise étaient largement influencés par la culture dominante, théorisée par Milton Friedman selon laquelle le seul objectif de l'entreprise est d'accroître ses profits et la rémunération de ceux qui la possèdent¹⁴. Par la suite, une aspiration s'est dégagée en faveur d'une meilleure prise en compte de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, dont Edward Freeman a démontré les bénéfices dans sa théorie des parties prenantes.

Outre la prise en compte des parties prenantes au niveau de la stratégie des entreprises, ces évolutions redéfinissent aussi les missions et responsabilités des organes de gouvernance, les structures de rémunération, voire l'objet social de l'entreprise. Selon les pays, l'intégration des enjeux RSE dans les codes de gouvernance peut prendre des formes différentes, se traduisant parfois par un paragraphe dédié à la RSE comme dans le code de gouvernance élaboré par le Luxembourg ou bien par de multiples références insérées dans le corps du texte, ce qui s'avère être le cas de la plupart des codes de gouvernance étudiés. Certains codes soulignent par ailleurs, dès le préambule, l'importance des enjeux environnementaux et sociaux, à l'instar du code de gouvernance allemand.

Intégration des critères RSE dans les codes de gouvernance européens	
Prise en compte de enjeux environnementaux et sociaux dans la stratégie de l'entreprise	
•	Allemagne : actualisé en mai 2019, le code rappelle en préambule que le conseil de surveillance doit être conscient du rôle de l'entreprise dans la société et de sa propre responsabilité sociale et environnementale ;
•	Belgique : le conseil doit rechercher une création de valeur durable par l'entreprise, en arrêtant la stratégie de la société, en mettant en place un leadership effectif, responsable et éthique et en supervisant les performances de la société (paragraphe 2.1) ;
•	Espagne : l'entreprise devrait prendre le temps d'analyser comment son activité impacte la société et inversement (paragraphe 3.5) ;
•	France : le conseil s'attache à promouvoir la création de valeur par l'entreprise à long terme en considérant les enjeux sociaux et environnementaux de ses activités. Il propose, le cas échéant, toute évolution statutaire qu'il estime opportune (paragraphe 1.1) ;
•	Luxembourg : depuis 2017, le code demande aux entreprises d'intégrer des considérations liées à leur responsabilité sociale et environnementale dans leur stratégie en vue d'optimiser la création de valeur à long-terme (principe 9) ;
•	Pays-Bas : le directoire doit élaborer une stratégie orientée vers la création de valeur à long-terme, en étant notamment attentif aux intérêts des diverses parties prenantes de l'entreprise et à toute autre question liée aux enjeux environnementaux, sociaux, relatif aux droits de l'Homme et de corruption (paragraphe 1.1.1) ;
•	Royaume-Uni : le rôle des organes de gouvernance est de promouvoir la réussite de l'entreprise à long terme, en créant de la valeur pour les actionnaires et en contribuant plus généralement à la société.

¹⁴ Friedman M, the Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, The New York Times Magazine, 13 septembre 1970.

Prise en compte des parties prenantes par le conseil d'administration

- **Allemagne** : dans sa nouvelle version de mai 2019, le code insiste en préambule sur le fait que tant le conseil de surveillance que le directoire doivent prendre en compte les intérêts de toutes les parties prenantes de l'entreprise ;
- **Belgique** : pour rechercher la création de valeur durable, le conseil élabore une approche inclusive, qui équilibre les intérêts et les attentes légitimes des actionnaires et ceux des autres parties prenantes (paragraphe 2.2) ;
- **Espagne** : dans le cadre de sa politique de responsabilité sociale et environnementale, l'entreprise doit indiquer par quels moyens elle établit le dialogue avec ses parties prenantes (recommandation 54) ;
- **Luxembourg** : depuis 2017, le code indique que le conseil doit prendre en compte les questions relatives à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise ainsi que les intérêts de toutes ses parties prenantes (principe 2) ;
- **Pays-Bas** : le conseil d'administration et le directoire doivent s'assurer de prendre en compte l'intérêt des différentes parties prenantes de l'entreprise (principe 2.4).

Association des salariés aux structures de gouvernance

- **France** : le code renvoie aux dispositions françaises concernant la présence de représentants de salariés au sein du conseil ;
- **Pays-Bas** : si la société a mis en place un organe de consultation des salariés, des échanges devraient avoir lieu entre cet organe, le conseil d'administration et le directoire à propos de la culture d'entreprise (principe 2.5) ;
- **Royaume-Uni** : le code suggère plusieurs modalités de consultation des salariés par le conseil dans le cadre de ses travaux : la désignation d'un administrateur élu parmi les salariés, la constitution d'un comité consultatif de salariés ou bien la désignation d'un administrateur au sein du conseil chargé de représenter les intérêts des salariés (§5) ; lorsque la société n'a pas mis en place une des mesures précitées, elle doit expliquer les modalités alternatives qu'elle a retenues pour prendre en compte les attentes de ses salariés.

Diversité au sein des organes de gouvernance

- **Allemagne** : la direction doit indiquer les objectifs qu'elle a établis en matière de diversité pour les deux niveaux hiérarchiques en-dessous d'elle (I, 3) ;
- **Espagne** : un ou plusieurs comité(s) au sein du conseil devrai(en)t revoir la politique de responsabilité sociale et environnementale de la société afin de s'assurer qu'elle est facteur de création de valeur à long-terme et s'assurer de sa bonne mise en œuvre (recommandation 53) ;
- **France** : le conseil « s'assure également que les dirigeants mandataires sociaux exécutifs mettent en œuvre une politique de non-discrimination et de diversité notamment en matière de représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des instances dirigeantes » (§1.7) et "s'interroge sur l'équilibre souhaitable de sa composition et de celle des comités qu'il constitue en son sein, notamment en termes de diversité » (§6.2) ;
- **Finlande** : les entreprises doivent publier des objectifs en matière de diversité au sein du conseil d'administration (recommandation 9) ;
- **Italie** : depuis juillet 2018, le conseil doit comporter au moins un tiers de membres de chaque genre (paragraphe 2.C.3) ;
- **Pays-Bas** : le conseil doit élaborer une politique de diversité applicable à la direction, au conseil d'administration lui-même et au comité exécutif (paragraphe 2.1.5). Cette politique doit inclure des objectifs concrets.

Structures de rémunération

- **Allemagne** : la nouvelle version du code publiée en mai 2019 indique que le conseil de surveillance doit prendre en compte le niveau de rémunération des salariés afin de fixer celui des dirigeants exécutifs ;
- **Belgique** : selon le principe 7, la société rémunère les membres du conseil et les dirigeants exécutifs de manière équitable et responsable et le conseil adopte une politique de rémunération conçue pour notamment promouvoir la création de valeur durable ;
- **Espagne** : la rémunération variable versée aux dirigeants exécutifs devrait être établie sur des critères de performance prédéterminés et mesurables, incluant des critères de performance extra-financiers orientés vers le long terme (paragraphe III.6) ;
- **France** : la rémunération des dirigeants doit être compétitive, adaptée à la stratégie et au contexte de l'entreprise et doit avoir notamment pour objectif de promouvoir la performance et la compétitivité de celle-ci sur le moyen et long terme en intégrant un ou plusieurs critères liés à la responsabilité sociale et environnementale (recommandation 24.1) ;
- **Suède** : de la même façon, la structure de rémunération variable doit inclure des critères de performance qui favorisent la création de valeur à long-terme (§9.4).

Enfin, certains codes font désormais référence à l'obligation de publier un *reporting* extra-financier et en appellent à la responsabilité de l'entreprise de communiquer à ce propos auprès de ses parties prenantes. C'est ainsi le cas des codes de gouvernance luxembourgeois, suédois, néerlandais ou encore allemand. La convergence des enjeux de gouvernance et de responsabilité sociale et environnementale ne fait donc que progresser et témoigne de leur étroite dépendance. En France par exemple, la récente modification de l'article L. 225-37-3 du code de commerce reflète cette tendance puisque le rapport sur le gouvernement d'entreprise « décrit, le cas échéant, les éléments variables de la rémunération déterminés à partir de l'application de critères de performance extra-financière ».

1.2. Impact et influence de la « Directive SRD2 » sur le marché français

L'agenda européen a également influencé le marché français via la transposition en droit français de la Directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (ci-après, la « directive SRD2 »). Ces nouvelles dispositions concernent un large éventail de thèmes relatifs à la gouvernance d'entreprise.

□ Engagement des investisseurs

La loi PACTE (article 198) modifie l'article L. 533-22 du code monétaire et financier pour prévoir que les sociétés de gestion de portefeuille doivent élaborer et publier une politique d'engagement actionnarial « *décrivant la manière dont elles intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement* ».

□ Agences de conseil en vote

La directive SRD2 définit le « conseiller en vote », comme « *une personne morale qui analyse, sur une base professionnelle et commerciale, les communications des entreprises et, le cas échéant, d'autres informations de sociétés cotées afin d'éclairer les décisions de vote des investisseurs en effectuant des recherches, en fournissant des conseils ou en formulant des recommandations de vote concernant l'exercice des droits de vote* ».

La loi PACTE introduit dans le code monétaire et financier les articles L. 544-3 à L. 544-6 et L. 621-18-4 qui sont consacrés aux conseillers en vote et transposent les dispositions de la directive SRD2.

S'agissant de la notion de « service de conseil en vote », l'article L. 544-3 du code monétaire et financier reprend la définition proposée par la directive SRD2 et transpose les obligations de transparence issues de la directive SRD2.

L'article L. 544-4 du code monétaire et financier prévoit que les conseillers en vote doivent d'une part rendre public le code de conduite auquel ils se réfèrent et d'autre part rendre compte de leur application. Dans un souci de transparence concernant la teneur exacte et la fiabilité de leurs activités, les conseillers en vote doivent rendre publique les informations relatives à leur modalités d'analyse et de recherche. Enfin, ledit article traite de la question des conflits d'intérêts potentiels que ces acteurs doivent prévenir et gérer.

Le champ d'application de la réglementation française applicable aux conseillers en vote est définie par l'article L. 544-6 du code monétaire et financier, lequel dispose que : « *les articles L. 544-3 à L. 544-5 s'appliquent aux conseillers en vote dont le siège social est situé en France, à ceux dont le siège social n'est pas situé dans un État membre de l'Union européenne mais dont l'administration centrale est située en France et à ceux dont ni le siège social ni l'administration centrale ne sont situés dans un État membre de l'Union européenne mais qui possèdent une succursale en France, s'ils fournissent des services de conseil en vote à des actionnaires de sociétés qui ont leur siège social dans un État membre de l'Union européenne et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre de l'Union européenne.* »

Sous l'impulsion de l'ESMA, une association appelée *Best Practice Principles for Shareholder Voting Research Providers* (ci-après « BPP ») a été créée en 2013 et regroupe les acteurs de cette industrie. Un code de bonne conduite a été élaboré en 2014 par l'association dont les 3 principes généraux portent sur la qualité du service, la prévention des conflits d'intérêts et les politiques de communication. Ce code est le seul code de conduite existant en Europe pour cette industrie. Sa récente révision en juillet 2019 prend en compte les évolutions introduites par la directive SRD2 ainsi que les commentaires émis par l'ESMA lors de sa revue de 2015 sur la gouvernance du code mais également les apports issus d'une consultation publique menée en 2017.

Les principales évolutions introduites par le code concernent :

La mise en place d'un organe de supervision indépendant (le *BPP Oversight committee*) constitue l'évolution la plus notable du code : cet organe de supervision, dont la présidence doit être confiée à un membre indépendant dont le mandat sera de 2 ans, doit être composé de 11 membres dont 6 représentants d'investisseurs institutionnels, 3 représentants d'émetteurs et 2 membres indépendants (académiques) dont les mandats de 1 ou 2 ans ne pourront être renouvelés qu'un nombre limité de fois.

Les principales missions de ce comité indépendant, dont la mise en place doit répondre à certains des commentaires émis par l'ESMA en 2015 en ce qui concerne la gouvernance de l'association recouvrent : (i) la revue des déclarations de conformité annuelles des signataires en vue d'identifier si ces déclarations nécessitent des actions ou des clarifications de la part du signataire, (ii) la revue des demandes d'association de conseillers en vote souhaitant devenir membres signataires de l'association et (iii) la sanction des membres jugés défaillants (cette sanction pouvant aller jusqu'à l'exclusion). Les résultats de ces procédures feront l'objet d'une synthèse annuelle dans le cadre de la publication d'un rapport d'activité. Ce comité a également la charge de l'organisation d'un forum annuel d'échanges à destination des investisseurs, des émetteurs et des autres parties prenantes.

La gestion des conflits d'intérêts : la section du code relative à la gestion des conflits d'intérêts (« *Principe II* ») a été renforcée dans la version révisée. Ce principe a en effet été complété pour prévoir que ces conflits doivent avant tout être évités, et à défaut gérés. La partie Guidance du principe a également été complétée pour préciser la façon dont les membres signataires doivent faire état d'une situation de conflit d'intérêts constatée et comment celle-ci doit être gérée d'un point de vue pratique.

Le format et la fréquence de la déclaration de conformité : si dans la première version du code les déclarations de conformité devaient suivre le principe du « *comply or explain* », les principes révisés retiennent dorénavant le principe du « *apply or explain* » comme règle d'analyse. Cela qui signifie que l'application des principes est supposée effective et que l'explication doit porter sur sa mise en œuvre là où le principe du « *comply or explain* » laissait une possibilité de ne pas appliquer le principe sous réserve de le justifier. Cette évolution doit accompagner les obligations d'explicitation introduites par la directive à destination d'un acteur qui s'écarterait de certaines des dispositions du code de conduite auxquelles il se réfère ; elle répond par ailleurs à un commentaire présenté par l'ESMA en 2015 qui jugeait que le principe du « *comply or*

explain » permettait aux signataires de choisir de ne se conformer qu'à certaines dispositions du code. La déclaration de conformité est dorénavant actualisée sur une base annuelle (en ligne avec les dispositions de la directive SRD2).

Parmi les autres modifications apportées, le code a été complété pour souligner le fait que la livraison des analyses aux investisseurs institutionnels doit intervenir dans des délais leur permettant un examen suffisant pour exprimer leur vote ; ce principe est en particulier réaffirmé au sujet de la gestion de la communication avec les parties prenantes.

La transposition des dispositions de la directive SRD2 s'est accompagnée au niveau national de l'adoption par le Parlement d'une disposition, non prévue par la directive SRD2, imposant à l'AMF de « rendre compte », dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, de l'application des nouvelles dispositions concernant les conseillers en vote. Les modalités d'application de certaines de ces dispositions doivent être précisées par un décret en Conseil d'État.

Dans ce domaine, l'AMF avait publié en 2011 une recommandation à l'attention des personnes émettant des conseils en vote portant sur l'élaboration et l'application des politiques de vote, l'émission de recommandations de vote, le dialogue avec les sociétés cotées et la prévention des conflits d'intérêts.

À la date de la publication du présent rapport, les deux acteurs régis par la réglementation française concernant les conseillers en vote (à savoir ISS et Proxinvest), membres de BPP, publient sur leur site une déclaration de conformité au code de bonne conduite de cette association, ainsi qu'une documentation présentant leur organisation et leur politique de vote.

Par ailleurs, l'AMF a rencontré ces acteurs afin d'échanger sur leur activité de conseillers en vote et leur application des nouvelles dispositions de la loi PACTE.

Dans le cadre de l'actualisation dudit code en juillet 2019, ces acteurs devront dorénavant publier sur une base annuelle leur déclaration de conformité.

L'AMF ne sera en mesure de rendre compte de l'application des nouvelles dispositions sur les conseillers en vote que dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise 2020, après publication du décret en Conseil d'État précisant certaines modalités de ces nouvelles dispositions. Elle invite par ailleurs les conseillers en vote régis par la réglementation française à se déclarer auprès d'elle sur une base volontaire.

Le débat relatif à l'influence des conseillers en vote et à la question de leur encadrement n'est pas non plus nouveau aux États-Unis. Fin 2017, le projet de loi *Corporate Governance Reform and Transparency Act* (H.R. 4015), a proposé en particulier l'enregistrement des conseillers en vote auprès de la U.S. *Securities and Exchange Commission* (ci-après « SEC »), la possibilité pour les émetteurs de commenter les recommandations émises et une identification des conflits d'intérêts potentiels ou avérés. Cette proposition de loi, qui recueille un large soutien des émetteurs cotés¹⁵, n'a pour le moment pas été approuvée par le Sénat. À contre-courant du point de vue des émetteurs, la communauté des investisseurs et les représentants de l'industrie estiment que ce projet de loi aurait des conséquences négatives sur le processus actuel d'expression des votes en AG.

En **novembre 2018** la SEC a organisé un **Staff Roundtable** autour des sujets relatifs à l'identification des actionnaires et au processus de vote en assemblée générale, parmi lesquels le rôle des conseillers en vote et l'usage qu'en ont les conseillers

¹⁵ « 97% of companies support the Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017, which passed the House of Representatives in December 2017 and would require proxy advisory firms to register with the SEC » - 2018 Proxy season survey presented Nasdaq and Center for Capital Markets Competitiveness (CCMC) ; 165 sociétés ont participé à cette consultation.

en investissement (« *investment advisers* »). La veille de cet évènement, un projet de loi a été présenté devant le Sénat par 6 sénateurs avec l'objectif d'encadrer de façon plus directe les activités de ces conseils¹⁶.

En août 2019, à la suite de cet évènement, la SEC a publié deux guidances¹⁷ dans l'objectif de clarifier l'applicabilité de certaines règles fédérales (« *the federal proxy rules* ») aux recommandations et conseils fournis par les conseillers en vote.

Le 5 novembre 2019, la SEC a voté la publication de propositions de règles régissant les conseillers en vote. Ces propositions permettraient notamment aux entreprises de mieux vérifier les rapports des conseillers en vote avant leur publication afin de souligner les erreurs ou omissions significatives. Si ces règles sont acceptées, elles auront un impact important sur les agences de conseil en vote.

□ Le vote des actionnaires sur les rémunérations : l'introduction du ratio d'équité

La directive SRD2 introduit un lien entre la rémunération des dirigeants et la rémunération des salariés. La loi PACTE a amendé l'article L. 225-37-3 du code de commerce pour introduire plusieurs exigences nouvelles, à savoir :

- une comparaison entre la rémunération des dirigeants, présentée sur une base individuelle, et la moyenne des rémunérations des salariés ;
- une comparaison entre la rémunération des dirigeants, présentée sur une base individuelle, et la rémunération médiane des salariés de la société.

L'article L. 225-37-3 du code de commerce doit cependant être amendé afin d'assurer la transposition en droit interne des dispositions de la directive SRD2.

Un projet de lignes directrices (« *guidelines* ») est également en cours d'élaboration par la Commission européenne pour guider les États membres dans la présentation du rapport sur les rémunérations, incluant le ratio d'équité.

□ Conventions réglementées

Procédant à la transposition de certaines dispositions de la directive SRD2, la loi PACTE apporte plusieurs modifications au régime des conventions réglementées. Les principales évolutions concernent le champ des conventions réglementées, la situation des personnes indirectement intéressées ainsi que la mise en place d'une procédure interne d'évaluation des conventions libres et le renforcement de la publicité de ces conventions dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

Une première modification concerne l'article L. 225-37-4 du code de commerce, qui décrit le contenu du rapport sur le gouvernement d'entreprise prévu au dernier alinéa de l'article L. 225-37 du code de commerce. La loi PACTE vient élargir le champ des conventions conclues entre un dirigeant ou un actionnaire significatif de la société mère et une filiale, devant être mentionnées dans ce rapport. Alors que jusqu'ici le texte décrivait la filiale concernée comme « *une autre société dont*

¹⁶ « Given the importance that investors have placed on continued access to proxy advisory firms, it is critical that proxy advisory firms are appropriately regulated and held accountable to investors, and this is the purpose of the bipartisan Corporate Governance Fairness Act, » said Senator Reed. « Under our legislation, all major proxy advisory firms would be required to register as investment advisers under the IAA, and therefore have a fiduciary duty to their clients. So as to not discourage new entrants into the proxy advisory business, our bill provides smaller proxy advisory firms the choice to voluntarily register under the IAA but does not require them to do so. The Congressional intent of this legislation is to preserve the critical role played by proxy advisory firms and to hold them accountable to investors » : <https://www.reed.senate.gov/news/releases/as-sec-evaluates-proxy-process-us-senators-introduce-corporate-governance-fairness-act/>. Ce projet de loi propose en outre la mise en place d'un contrôle périodique de ces acteurs par la SEC dans le cadre duquel les politiques de gestion des conflits d'intérêts seraient revues.

¹⁷ Ces documents correspondent à une position clarifiant la responsabilité des conseillers en investissement en terme de vote (Guidance – « Proxy voting Responsibilities of Investment Advisers ») ainsi qu'une recommandation sur l'applicabilité des règles encadrant les recommandations de vote (Interpretation and Guidance – « Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice »). Ces documents entreront en vigueur au moment de leur publication au Federal Register. Extrait du communiqué de presse : « The Securities and Exchange Commission today provided guidance to assist investment advisers in fulfilling their proxy voting responsibilities. The guidance discusses, among other matters, the ability of investment advisers to establish a variety of different voting arrangements with their clients and matters they should consider when they use the services of a proxy advisory firm. In addition, the Commission issued an interpretation that proxy voting advice provided by proxy advisory firms generally constitutes a "solicitation" under the federal proxy rules and provided related guidance about the application of the proxy antifraud rule to proxy voting advice ».

la première possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital », il vise désormais la société « contrôlée par la première au sens de l'article L. 233-3 »¹⁸. Cet amendement a pour effet d'élargir le contenu du rapport sur le gouvernement d'entreprise dans la mesure où la notion de contrôle définit à l'article L. 233-3 du code de commerce est beaucoup plus large que le critère de la seule détention capitalistique majoritaire. Il est résultera une plus grande transparence concernant les conventions intervenues au sein d'un groupe.

La loi PACTE apporte en outre des précisions concernant les « *personnes indirectement intéressées* ». Sont ainsi modifiés les articles L. 225-40 et L. 225-88 du code de commerce qui précisent désormais que la personne intéressée qui doit informer le conseil dès qu'elle a connaissance d'une telle convention et qui doit s'abstenir de voter est la personne « *directement ou indirectement* » intéressée. Les textes en vigueur avant la promulgation de la loi PACTE faisaient uniquement référence à « l'intéressé ». La Loi PACTE reprend ici le champ d'application de l'article L. 225-38, alinéa 2, qui appliquait déjà la procédure des conventions réglementées à toute personne indirectement intéressée à la convention. L'AMF rappelle à cet égard que, dans sa recommandation DOC-2012-05 sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, elle recommande, pour l'application de la notion de « *personne indirectement intéressée* », de retenir la définition suivante : « *Est considérée comme étant indirectement intéressée à une convention à laquelle elle n'est pas partie, la personne qui, en raison des liens qu'elle entretient avec les parties et des pouvoirs qu'elle possède pour infléchir leur conduite, en tire ou est susceptible d'en tirer un avantage* ». Il est rappelé que, dans cette même recommandation DOC-2012-05, l'AMF considère qu'« *ainsi, une société actionnaire contrôlée par l'actionnaire ultimement bénéficiaire de la convention ne devrait pas peser sur le vote de ladite convention de même que l'actionnaire contrôlant la société bénéficiaire de la convention. Enfin, des actionnaires agissant de concert, notamment lorsque le concert prévoit une politique de vote commune, ne devraient pas peser sur le vote d'une convention contractée avec l'un des co-concertistes.* »

Autre modification d'importance, les articles L. 225-40 et L. 225-88 du code de commerce sont modifiés par la loi PACTE aux fins de préciser que la personne directement ou indirectement intéressée ne devra pas seulement s'abstenir de voter - ce qui était déjà le cas - mais devra également s'abstenir « *de prendre part aux délibérations* » du conseil sur l'autorisation sollicitée. S'agissant de la portée de cette abstention, la question peut se poser de savoir si le fait d'assister aux débats sans y participer pourrait suffire à satisfaire à cette interdiction légale. Une interprétation conforme à l'esprit de cette disposition et aux principes dégagés en matière de conflits d'intérêts par le code AFEP-MEDEF¹⁹ amène à considérer que l'administrateur concerné doit s'abstenir, en pareil cas, d'assister aux débats. Au reste, ainsi qu'il a été observé, « *il est vrai que la simple présence physique d'un administrateur influent, même s'il reste muet, peut avoir une incidence sur la tenue des délibérations, voire le résultat du vote. Or, l'idée semble bien ici d'éviter toute influence, directe ou indirecte, de la personne concernée sur le vote.* »²⁰

S'agissant spécifiquement des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, l'article L. 225-39 du code de commerce est complété par un alinéa 2 qui dispose que le conseil d'administration doit mettre en place une procédure permettant d'évaluer régulièrement si les conventions portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales remplissent bien ces conditions. Les personnes directement ou indirectement intéressées à l'une de ces conventions ne participent pas à son évaluation.

Enfin, concernant toujours les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, deux articles sont créés par la loi PACTE, les articles L. 225-40-2 et 225-88-2 du code de commerce. Aux termes de ces dispositions nouvelles, les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé doivent publier sur leur site internet des informations sur les conventions réglementées au plus tard au moment de la conclusion de celles-ci. À défaut, tout intéressé pourra demander, en référé, au président du tribunal d'enjoindre, le cas échéant sous astreinte, le conseil d'administration ou de surveillance de publier ces informations.

Transposant la directive SRD2, cette mesure de publicité en amont de l'approbation des conventions réglementées est de nature à renforcer la transparence. Elle constitue une nouveauté en droit français. Les informations publiques qui en résultent seront sans doute suivies avec intérêt par les actionnaires.

¹⁸ Art. L. 225-37-4, 2° du code de commerce.

¹⁹ Lequel dispose, en son article 19, que tout administrateur d'une société cotée en situation de conflit d'intérêts « *s'abstient d'assister au débat et de participer au vote de la délibération correspondante* ».

²⁰ J. Heinich, La loi Pacte et les conventions réglementées, Droit des sociétés n° 6, Juin 2019, comm. 105.

1.3. Autres évolutions en matière de gouvernance prévues par la loi « PACTE »

En sus de la transposition de la directive dite SRD2, la loi PACTE prévoit également des dispositions relatives au rôle de l'entreprise, aux questions de rémunération et à la composition des conseils d'administration et de surveillance. Une série de mesures vise également à encourager l'actionnariat salarié au sein des entreprises à capitaux publics et des entreprises privées.

□ Intérêt social et raison d'être

Annoncée par le gouvernement en octobre 2017, la réflexion sur le rôle de l'entreprise s'est achevée le 11 avril 2019, avec l'adoption définitive de la loi PACTE²¹. Le plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) a pour ambition de « donner aux entreprises les moyens d'innover, de grandir et de créer des emplois »²². Parmi ses dispositions, l'article 169 de la loi PACTE, qui vise à doter les entreprises d'une raison d'être dans leurs statuts, laquelle est « constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité »²³. Autre mesure prévue par la loi PACTE, l'article 176 permet aux entreprises de faire « publiquement état de la qualité de société à mission » sous réserve du respect de certaines conditions parmi lesquelles un suivi de l'exécution de la mission par un comité de mission²⁴. Inspirées des recommandations du rapport « L'entreprise, objet d'intérêt collectif »²⁵ remis le 9 mars 2018 par Nicole Notat et Jean-Dominique Senard, ces mesures traduisent la volonté du gouvernement de dépasser une « vision de l'entreprise datée » afin d'en « redéfinir la place dans notre économie ».

La prise en considération des enjeux environnementaux et sociaux

Aux termes de l'article 1832 du code civil, « la société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter ». L'article 1833 dudit code vient préciser par ailleurs que « toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés ». La finalité de la société résiderait donc dans l'intérêt commun des associés, lequel a souvent été interprété comme étant de nature exclusivement pécuniaire. Ainsi, « le Code civil assigne à la société l'objectif d'un partage du bénéfice ou de l'économie réalisés par la société et que ce partage constitue l'intérêt commun des actionnaires »²⁶.

Cette approche a pu susciter diverses critiques concernant notamment « l'absence de référence à l'intérêt social, l'absence de référence à l'entreprise, l'absence de prise en compte des parties prenantes et la vision exclusivement financière de la société »²⁷. D'aucuns considèrent en effet que « la poursuite excessive d'une finalité exclusive – maximiser les profits pour les actionnaires – a isolé l'entreprise et nourri la suspicion à son égard »²⁸. Ils ajoutent que « la société (SA, SAS, SARL...) est un véhicule juridique qui permet la réalisation du projet d'entreprise. Celle-ci, conduite sur le long terme, requiert une attention aux différentes parties prenantes de l'entreprise : actionnaires, collaborateurs, créanciers, fournisseurs, clients, communautés affectées par son activité et même générations futures. C'est là l'intérêt réel de l'actionnaire²⁹ ». La Cour de cassation avait entrepris depuis de nombreuses décennies de déterminer les contours de cette notion, les tribunaux de premier instance et cours d'appel appréciant au cas par cas si une violation de l'intérêt social devait être constatée dans les

²¹ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

²² Le Portail de l'Économie, des Finances, de l'Action et des Comptes Publics. (2019). *La loi PACTE adoptée par le Parlement*.

²³ Article 1835 du code civil

²⁴ L'article 176 (I.) de la loi PACTE prévoit le suivi de l'exécution de la mission de la société par un « comité de mission, distinct des organes sociaux prévus et devant comporter au moins un salarié, est chargé exclusivement de ce suivi et présente annuellement un rapport joint au rapport de gestion à l'Assemblée chargée de l'approbation des comptes de la société ».

²⁵ Nicole Notat et Jean-Dominique Senard, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, 2018. Le rapport est consultable sur [le lien suivant](#).

²⁶ Philippe Bissara, *L'intérêt social*, Revue des sociétés, 1999, p. 5.

²⁷ Alain Couret, *Faut-il réécrire les articles 1832 et 1833 du Code civil ?*, D., 2017, p. 222.

²⁸ *Idem*.

²⁹ *Idib.*

espèces qui leur étaient soumises. Toutefois, plusieurs propositions ont été formulées ces dernières années pour définir l'intérêt social³⁰.

Complétant ces définitions, l'article 169, la loi PACTE introduit, de manière expresse, la notion d'intérêt social dans la loi, via l'ajout d'un second alinéa à l'article 1833 du code civil : « *La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité* ». La loi ne propose pas de définition plus précise de l'intérêt social. Les notions d'intérêt social et d'objet social ne doivent pas être confondues : « *l'objet social est opposable aux tiers, qui peuvent s'en prévaloir, ce qui entraîne que, dès lors qu'un acte rentre dans la définition statutaire de l'objet social, la société est valablement engagée par l'acte repris en son nom, alors que l'intérêt social est une notion qui permet, en interne, d'apprécier si un acte du gérant est conforme à l'intérêt de la société. Il en découle qu'un acte du gérant, même s'il est formellement conforme à l'objet social, peut entraîner la responsabilité de ce dernier vis-à-vis des associés s'il n'est pas conforme à l'intérêt de la société* »³¹. Le rapport Senard-Notat a pu indiquer, à propos de l'intérêt social, qu'il « *ne se confond pas nécessairement avec l'intérêt des associés, qu'ils soient majoritaires ou minoritaires* » et qu'il renvoie « *d'avantage à un intérêt collectif propre, c'est-à-dire à un dépassement des intérêts particuliers au sein de la société et de l'entreprise* »³².

La raison d'être

L'article 1835 du code civil est également modifié par la loi PACTE afin de prévoir la faculté d'introduire une « raison d'être » dans les statuts³³, laquelle est « *constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité* ».

Si le dispositif s'adresse à toutes les sociétés françaises, le gouvernement a cependant opté pour une adoption facultative de la mesure par les sociétés, ne souhaitant pas que cette dernière soit perçue comme une contrainte.

La société à mission

L'article 176 de la loi PACTE confère le droit aux sociétés de matérialiser leur « raison d'être » grâce à un nouveau statut de « société à mission » qui consiste en l'adoption d'une « raison d'être » au sens de l'article 1835 du code civil, accompagnée d'un ou plusieurs objectifs sociaux et environnementaux à poursuivre dans le cadre de leur activité.

Ainsi, en application de l'article L. 210-10 du code de commerce, « une société peut faire publiquement état de la qualité de société à mission » sous réserve que cinq conditions soient respectées :

- les statuts doivent préciser une raison d'être ;
- les statuts doivent préciser « *un ou plusieurs objectifs sociaux et environnementaux que la société se donne pour mission de poursuivre dans le cadre de son activité* » ;
- les statuts précisent les modalités du suivi de la mise en œuvre de la mission, *i.e.*, la mise en place d'un comité de mission, distinct des organes sociaux et devant comporter au moins un salarié, qui est chargé exclusivement de ce suivi et présente annuellement un rapport joint au rapport de gestion ;
- l'exécution des objectifs sociaux et environnementaux précisés par la société doit faire l'objet d'une vérification par un organisme tiers indépendant ;
- la société doit enfin déclarer sa qualité de société à mission au greffier du tribunal de commerce.

³⁰ En 2015, lors des débats sur le projet de loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances, un amendement visant à ajouter à l'article 1833 du code civil un amendement selon lequel la société « *doit être gérée au mieux de son intérêt supérieur, dans le respect de l'intérêt général, économique, social et environnemental* » avait été déposé. Il n'a pas été adopté. En novembre 2016, un appel « *Pour une économie de marché responsable* » signé par diverses personnalités a été publié dans *Le Monde*, proposait de modifier les articles 1832 et 1833 du code civil. La question du partage de la valeur et de l'engagement sociétal des entreprises a enfin fait l'objet de la consultation lancée par le Gouvernement, en octobre 2017, dans le cadre du Plan d'action pour la croissance et l'investissement des entreprises (« PACTE »).

³¹ Sylvaine Porcheron, *L'intérêt social se confond-il avec l'objet social ?*, AJDI, 2015, p.217.

³² Introduction, *L'entreprise, objet social d'intérêt collectif*, Nicole Notat et Jean-Dominique Senard, mars 2019.

³³ « *Les statuts peuvent préciser une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité* », article 1835, code civil.

Ce statut offre aux sociétés une alternative plus contraignante dans la mission assignée puisque les engagements pris sont suivis par un « comité de mission, distinct des organes sociaux prévus par le présent livre et devant comporter au moins un salarié » et font l'objet d'un rapport joint au rapport de gestion présenté annuellement, réalisé par ce même comité. Autre condition à respecter, la vérification par un organisme tiers indépendant qui donne lieu à un avis rendu public joint au rapport évoqué. L'article L. 110-1-2 du code de la mutualité prévoit des répercussions en cas de violation d'une des conditions ou d'avis défavorable de l'organisme tiers indépendant sur un ou plusieurs des objectifs que la société s'est assignés. Le cas échéant la société pourra se voir retirer sa mention de « société à mission » ce qui peut directement affecter sa réputation³⁴. Bien que ce statut soit nouveau en France, il est inspiré du modèle américain des « *Benefit Corporations* » ou « *Social Purpose Corporations* » qui propose un cadre de référence aux entreprises qui intègrent des objectifs d'intérêt général outre l'objectif de performance financière.

Quelques sociétés ont modifié leurs statuts pour se doter d'une raison d'être en 2019

Peu de sociétés cotées françaises ont, dès l'assemblée générale annuelle 2019, fait le choix de se doter d'une « raison d'être » via une modification statutaire soumise à l'approbation des actionnaires. La société Atos a cependant proposé une « modification de l'article 2 des statuts de la Société afin de prévoir la raison d'être de la Société », laquelle a été adoptée à hauteur de 99,3% par les actionnaires.

« Chez Atos, notre mission est de contribuer à façonner l'espace informationnel. Avec nos compétences et nos services, nous supportons le développement de la connaissance, de l'éducation et de la recherche dans une approche pluriculturelle et contribuons au développement de l'excellence scientifique et technologique. Partout dans le monde, nous permettons à nos clients et à nos collaborateurs, et plus généralement au plus grand nombre, de vivre, travailler et progresser durablement et en toute confiance dans l'espace informationnel. »

De la même façon, Carrefour a proposé l'insertion d'une « raison d'être » dans ses statuts lors de son assemblée générale du 14 juin 2019. La résolution 17 visait ainsi l'ajout d'un préambule avant l'article 1 des statuts à l'effet d'adopter une « raison d'être » de la Société. La résolution a été également largement adoptée par les actionnaires (99,72%). Carrefour s'est ainsi donnée pour « mission » de « proposer à (ses) clients des services, des produits et une alimentation de qualité et accessibles à tous à travers l'ensemble des canaux de distribution ».

Par ailleurs, le président-directeur général d'Orange a annoncé lors de l'assemblée générale du 21 mai 2019 qu'« Orange se dotera d'une raison d'être, qui viendra concrétiser une réflexion que l'entreprise mène déjà depuis plusieurs années » et « qui deviendra le fil rouge de notre futur plan stratégique à horizon 2025 »³⁵.

L'année 2020 devrait être marquée par une progression du nombre de sociétés se dotant d'une « raison d'être » dans la mesure où le ministre de l'Économie et des Finances a demandé au Commissaire aux participations de l'État, lors de la conférence « IMPACT positif pour tous » du 12 septembre 2019, « que toutes les entreprises où l'État est actionnaire se dotent d'une raison d'être en 2020 ». Il est également demandé à la Banque publique d'investissement d'entamer la même démarche « auprès des entreprises dans lesquelles elle investit »³⁶.

³⁴ « Lorsque l'une des conditions mentionnées à l'article L. 110-1-1 n'est pas respectée, ou lorsque l'avis de l'organisme tiers indépendant conclut qu'un ou plusieurs des objectifs sociaux et environnementaux que la mutuelle ou l'union s'est assignée en application du 2° du même article L. 110-1-1 ne sont pas respectés, le ministère public ou toute personne intéressée peut saisir le président du tribunal statuant en référé aux fins d'enjoindre, le cas échéant sous astreinte, au représentant légal de la mutuelle ou de l'union de supprimer la mention « mutuelle à mission » ou « union à mission » de tous les actes, documents ou supports électroniques émanant de la mutuelle ou de l'union », article 176, loi PACTE

³⁵ Procès-verbal de l'assemblée générale mixte du 21 mai 2019 d'Orange

³⁶ « IMPACT positif pour tous », Bilan de l'application des textes de la loi PACTE, Discours de Bruno Le Maire, 12 septembre 2019.

Le nombre de sociétés qui se sont engagées à adopter un statut d'entreprise à mission au sens de l'article 176 de la loi PACTE, reste à ce stade très limité. C'est, par exemple, le cas de l'assureur mutualiste MAIF qui a exprimé le 3 juin 2019 sa volonté de devenir « *la première entreprise à mission* ». Dans cette perspective, elle a annoncé vouloir également préciser sa « raison d'être » via une modification statutaire lors de sa prochaine assemblée générale³⁷.

Selon l'étude intitulée « *Les entreprises à mission : entreprises de demain ?* »³⁸ réalisée par Prophil, Viavoice et HEC, l'intérêt porté par les dirigeants d'entreprise à ce statut d'entreprise est réel puisque 73% des dirigeants considèrent que son adoption pourrait contribuer à améliorer la « marque employeur ». Selon la même étude, 69% des dirigeants sondés considèrent que l'entreprise à mission peut être un moyen de placer le développement durable au cœur de la stratégie de l'entreprise.

D'autres sociétés se sont dotées d'une raison d'être en 2019 sans l'inscrire dans les statuts

D'autres sociétés ont choisi de se doter d'une « raison d'être » sans l'inscrire dans leurs statuts. L'assemblée générale annuelle a été généralement l'occasion d'évoquer ce sujet, à l'instar de Véolia qui a intégré une brochure sur sa « raison d'être » dans la documentation relative à son assemblée générale du 18 avril 2019. Le document, composé de quatre pages, détaille la « raison d'être » de la société (qui consiste notamment à « *contribuer au progrès humain, en s'inscrivant résolument dans les Objectifs de Développement Durable définis par l'ONU afin de parvenir à un avenir meilleur et plus durable pour tous* ») et fournit des détails sur ses modalités de mise en œuvre. Elle indique notamment que le conseil d'administration la prend en compte et « *évalue sa mise en œuvre* ». Un « *comité des parties prenantes* » est également mis en place afin de fournir « *des avis à la direction de l'entreprise pour le bon accomplissement de sa raison d'être* ».

Enfin, le groupe Crédit Agricole a fait part de la formalisation de sa « raison d'être » via un communiqué de presse en date du 6 juin 2019. Ayant pour ambition d'« *agir chaque jour dans l'intérêt de [ses] clients et de la société* », le groupe voit dans sa raison d'être un guide pour « *la transformation et le développement du Groupe* »³⁹.

Il est important que les sociétés, qui se dotent d'une raison d'être, précisent si elles souhaitent modifier leurs statuts.

□ Rémunérations

Afin de doter les entreprises de moyens d'innover, la loi PACTE a apporté des modifications importantes en ce qui concerne les rémunérations.

L'ouverture des BSPCE aux membres des conseils d'administration et de surveillance

L'article 103 de la loi PACTE ouvre la possibilité d'attribuer des bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) « *aux membres du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou, en ce qui concerne les sociétés par actions simplifiées, de tout organe statutaire équivalent* »⁴⁰. Jusqu'alors, les administrateurs ne pouvaient recevoir aucune rémunération autre que des « jetons de présence » (versés en espèces), des rémunérations exceptionnelles le cas échéant et des rémunérations dues au titre d'un contrat de travail. Ils peuvent désormais se voir également attribuer des BSPCE si l'émetteur concerné satisfait les conditions fixées à l'article 163 bis G du CGI (notamment, le capital doit être détenu directement et de manière continue pour 25 % au moins par des personnes physiques ou par des personnes morales elles-mêmes directement détenues pour 75 % au moins de leur capital par des personnes physiques ; la société doit être immatriculée au Registre du commerce et des sociétés depuis moins de 15 ans ; pour les sociétés cotées, leur capitalisation doit être inférieure à 150 millions d'euros).

³⁷ Communiqué de presse de la MAIF du 3 juin 2019 intitulé « *La MAIF déterminée à devenir une entreprise à mission* ».

³⁸ Prophil, en collaboration avec HEC et Viavoice, *Les entreprises à mission : entreprises de demain ?*, 2018. L'étude est consultable sur le lien suivant : <https://www.hec.edu/fr/news-room/les-entreprises-mission-les-entreprises-de-demain-premiere-enquete-nationale-sur-les>

³⁹ Communiqué de presse du groupe Crédit agricole du 6 juin 2019 intitulé « *PROJET DU GROUPE & PMT 2022* ».

⁴⁰ V. articles L. 225-44 et L. 225-85 du code de commerce ainsi que l'article 163 bis G, II du Code général des impôts

En élargissant les modes de rémunération possibles des administrateurs, la loi PACTE entend permettre aux émetteurs concernés d'« attirer dans des jeunes entreprises des administrateurs suffisamment motivés et qualifiés, sans avoir dans l'immédiat les moyens de leur offrir des rémunérations sous forme de jetons suffisamment attractives » selon l'exposé des motifs de l'amendement à l'origine de cette réforme⁴¹. En effet, ainsi qu'il a été observé « les modifications ainsi introduites visent à répondre à un besoin mis en avant par certaines « medtech » et « biotech », désireuses d'attirer à elles des administrateurs de renom, alors qu'elles ne parviennent souvent à dégager des bénéfices suffisants pour offrir des rémunérations attractives, qu'après plusieurs années »⁴². Les BSPCE ont précisément pour avantage de ne rien coûter à la société qui les émet, tout en offrant une perspective de gain à son porteur, dans les sociétés innovantes.

En amont de la réforme législative opérée par la loi PACTE, l'AMF avait constaté une pratique croissante de la part de certains émetteurs consistant à émettre des bons de souscription d'actions (BSA) qui étaient attribués à des administrateurs à titre gratuit ou à des conditions de prix qui ne reflétaient pas leur valeur de marché. Par communiqué de presse en date du 5 juin 2018, l'AMF avait rappelé le cadre légal applicable à la rémunération des administrateurs et proposé qu'une réflexion soit initiée « quant à l'opportunité de faire évoluer le cadre juridique existant, notamment pour les sociétés nouvelles ou issues du secteur des biotechnologies »⁴³. L'AMF indiquait avoir saisi le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) aux fins d'engager une réflexion sur ce sujet. La modification du cadre légal opéré par la loi PACTE s'inspire directement de la proposition de réforme formalisée par le rapport⁴⁴ du HCJP publié en novembre 2018.

Retraites chapeau

En application de la loi PACTE, l'ordonnance n°2019-697 du 3 juillet 2019 relative aux régimes professionnels de retraite supplémentaire a transposé la directive 2014/50/UE du 16 avril 2014 relatives aux prescriptions minimales visant à accroître la mobilité des travailleurs entre les États membres en améliorant l'acquisition et la préservation des droits à pension complémentaire.

Cette transposition vient modifier les caractéristiques du régime de retraites supplémentaires à prestations définies, dit régime de « retraites chapeau » et régi par l'article L. 137-11 du code de la sécurité sociale.

Dans le cadre de ce régime financé exclusivement par l'employeur, l'acquisition des droits à pension était conditionnée à la présence du salarié ou du mandataire social dans l'entreprise. Tout départ avant la retraite, du fait par exemple d'une démission ou d'un licenciement, entraînait la perte de l'intégralité des droits acquis.

Or, la directive 2014/50/UE prévoit que les droits à retraite supplémentaire seront considérés comme acquis au-delà d'une période maximale de trois ans. La transposition de la directive conduit donc à la suppression du caractère aléatoire de l'acquisition des droits à pension telle que prévue historiquement par l'article L. 137-11 du code de la sécurité sociale.

En effet, l'article premier de l'ordonnance n°2019-697 du 3 juillet 2019 précise qu'« en cas de départ de l'entreprise du bénéficiaire du contrat, les droits à retraite restent acquis à ce dernier ». Toutefois, « l'adhésion à un contrat (...) peut être subordonnée à une durée de présence minimale du bénéficiaire dans l'entreprise » tandis que « l'acquisition des droits à retraite peut aussi être soumise à une condition de durée des cotisations ». Seule condition impérative précisée par l'ordonnance, la somme des deux durées prévues par un même régime ne peut excéder 3 ans.

Les prestations doivent être versées sous forme de rente, sous déduction des rentes servies par les régimes de retraite légalement obligatoires. Les droits supplémentaires acquis chaque année et exprimés en pourcentage de la rémunération du bénéficiaire au titre de l'année considérée n'excèdent pas 3% par an (contre 5% précédemment), ni 30% (contre 45% auparavant) pour le cumul des pourcentages appliqués par tous les employeurs au même bénéficiaire. Lorsque le bénéficiaire perçoit une rémunération supérieure à huit fois le plafond annuel de la sécurité sociale, l'acquisition des droits supplémentaires est subordonnée au respect de conditions liées à ses performances professionnelles.

⁴¹ <http://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/amendements/1237/AN/2854>

⁴² C. Coupet, Loi PACTE : l'encadrement de la rémunération des dirigeants. Entre libéralisation et renforcement, JCPE E, n° 26, 27 Juin 2019, 1319.

⁴³ AMF, Attribution de bons de souscription d'actions (BSA) aux administrateurs : l'AMF attire l'attention des émetteurs, Communiqué de presse, 5 juin 2018.

⁴⁴ HCJP, Rapport d'activité et conclusions sur les « BSA administrateurs », 30 nov. 2018.

Depuis la publication de l'ordonnance au Journal officiel le 4 juillet 2019, aucune personne ne peut être déclarée comme nouvellement bénéficiaire de ce régime. Si les régimes en cours ne sont pas supprimés et peuvent rester soumis à la condition de présence au sein de l'entreprise, aucun droit supplémentaire conditionnel à prestations ne peut être acquis au sein du régime au titre des périodes d'emploi postérieures au 1^{er} janvier 2020. Une exception est toutefois faite pour les bénéficiaires ayant adhéré avant le 20 mai 2014 à un tel régime dans la mesure où ledit régime peut continuer à générer des droits supplémentaires. L'ordonnance prévoit également que les entreprises qui le souhaitent peuvent transférer les engagements du régime de retraite supplémentaire à prestations définies sur un contrat relevant du régime de retraite supplémentaire à cotisations définies⁴⁵.

Attribution d'actions gratuites

La loi PACTE assouplit les conditions d'attribution gratuite des actions. En principe, le nombre total d'actions gratuites pouvant être attribuées aux salariés est plafonné à 10 % du capital social de la société. La loi précise désormais que les actions n'ayant pas encore été définitivement attribuées au terme de la période d'acquisition, ainsi que celles n'étant plus soumises à l'obligation de conservation, ne seront plus prises en compte dans ce pourcentage.

L'article 162 de la loi PACTE prévoit également que dans une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, des actions peuvent être attribuées si, notamment, l'ensemble des salariés éligibles de la société et au moins 90% de l'ensemble des salariés éligibles de ses filiales bénéficient d'un abondement effectué dans un PEE (article L. 225-197-6 du code de commerce).

Enfin, l'article 164 prévoit la possibilité d'une suppression de la restriction relative aux actions gratuites dont l'attribution a été autorisée antérieurement au 8 août 2015. Les sociétés peuvent prévoir dans leurs statuts que les actions nominatives détenues directement par les salariés dont l'attribution a été autorisée par des assemblées générales extraordinaires antérieurement à la publication de la loi du 6 août 2015 sont également prises en compte pour la détermination de la proportion du capital détenue par le personnel.

□ Structures de gouvernance

Renforcement de la présence de salariés dans les conseils

Il convient de rappeler que les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions employant, à la clôture de deux exercices consécutifs, au moins 1 000 salariés dans la société et ses filiales françaises ou au moins 5 000 salariés dans la société et ses filiales françaises et étrangères doivent prévoir, *via* leurs statuts, la désignation d'au moins deux représentants des salariés au conseil d'administration ou de surveillance si le conseil compte plus de douze membres et d'au moins un représentant des salariés si le nombre de membres est égal ou inférieur à douze⁴⁶.

La loi PACTE vient renforcer ces dispositions en augmentant le nombre des administrateurs salariés qui doivent siéger dans les conseils d'administration ou de surveillance et étend par ailleurs cette obligation aux mutuelles, unions et fédérations.

En effet, l'article 184 de la loi PACTE, via une modification des articles L. 225-27-1, L. 225-79-2 et L. 226-5-1 du code de commerce, impose désormais la nomination d'au moins deux administrateurs salariés au sein du conseil d'administration ou de surveillance, dès lors que ce dernier compte 8 administrateurs non-salariés ou plus (contre 12 auparavant) et d'au moins un représentant dès lors que le conseil d'administration ou de surveillance compte tout au plus ou moins de huit membres. La loi précise que « *l'entrée en fonction des administrateurs et des membres du conseil de surveillance représentant les salariés devra intervenir au plus tard six mois après l'assemblée générale portant les modifications statutaires nécessaires à leur élection ou à leur désignation* ». Par ailleurs, « *ces modifications statutaires devront être proposées lors de l'assemblée générale ordinaire organisée en 2020* ». Concernant le périmètre applicable, la loi PACTE étend ces obligations aux mutuelles, unions et fédérations respectant certains seuils.

⁴⁵ Article 5, II, ordonnance n°2019-697.

⁴⁶ Article L. 225-27-1 du code de commerce pour le conseil d'administration, article L. 225-79-2 du code de commerce pour le conseil de surveillance des sociétés anonymes et article L. 226-5-1 pour le conseil de surveillance des sociétés en commandite par actions.

Le gouvernement est tenu de publier, dans les trois ans suivant l'entrée en application de la loi, un rapport « *évaluant les effets économiques et managériaux de la présence d'administrateurs représentant les salariés au sein des conseils d'administration ou de surveillance des sociétés concernées* » afin d'évaluer d'une part l'opportunité d'étendre à trois le nombre d'administrateurs salariés devant être nommés lorsque le conseil d'administration ou de surveillance comporte plus de douze membres et, d'autre part la pertinence de nommer un représentant des salariés des filiales localisées en dehors du territoire national dans les cas où la société en question détient une part significative de son activité à l'étranger.

Enfin, l'article 186 de la loi PACTE prévoit que les administrateurs ou membres du conseil de surveillance bénéficient « *à leur demande* » « *d'une formation adaptée à l'exercice de leur mandat* », laquelle est à la charge de la société. L'article précise par ailleurs que « *la durée de ce temps de formation ne peut être inférieure à quarante heures par an* ». Les articles L. 225-53, L. 225-30-2, L. 225-71, L. 225-80 du code de commerce ont été modifiés en conséquence.

Mesures en faveur de l'égalité femmes-hommes

La loi PACTE comprend plusieurs mesures qui visent à renforcer l'égalité entre les hommes et les femmes et à promouvoir une féminisation des hautes fonctions. Parmi les principaux thèmes abordés par la loi PACTE figurent notamment la parité au sein des organes de gouvernance des entreprises ainsi que la protection des conjoints de chef d'entreprise. Les sanctions prévues en cas de violation des règles de parité des conseils d'administration et de surveillance ont également été renforcées.

- ✓ *Assurer davantage de parité dans le processus de sélection des directeurs généraux délégués et des membres du directoire.*

La loi PACTE impose aux émetteurs d'introduire davantage de parité dans le processus de sélection des directeurs généraux délégués et des membres du directoire.

Ainsi, s'agissant des propositions de nomination d'un (ou de plusieurs) directeur(s) général(ux) délégué(s) formulées par le directeur général, l'article L. 225-53 du code de commerce dispose que le conseil d'administration doit désormais déterminer « *un processus de sélection qui garantit jusqu'à son terme la présence d'au moins une personne de chaque sexe parmi les candidats. Ces propositions de nomination s'efforcent de rechercher une représentation équilibrée des femmes et des hommes* ».

S'agissant des sociétés anonymes dualistes, l'article L. 225-58 du code de commerce dispose désormais que « *la composition du directoire s'efforce de rechercher une représentation équilibrée des femmes et des hommes* »⁴⁷. En outre, le conseil de surveillance⁴⁸ doit déterminer, pour le recrutement des membres du directoire, « *un processus de sélection qui garantit jusqu'à son terme la présence d'au moins une personne de chaque sexe parmi les candidats* ».

La loi ne va pas jusqu'à garantir la nomination de personnes appartenant à chaque sexe mais le processus de sélection doit impérativement, et jusqu'à son terme, comporter au moins un candidat de chacun des sexes. Il en résulte que le processus de recrutement à ces fonctions ne pourra plus faire intervenir qu'un seul candidat, et ce même au cours des dernières étapes du processus de recrutement. Il est à noter que si ces dispositions sont applicables au recrutement des membres du directoire et des directeurs généraux délégués, elles ne s'appliquent pas au processus de recrutement du directeur général.

⁴⁷ Article L. 225-58, al. 1^{er} du code de commerce. Cette exigence existait déjà depuis la loi n°2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle (dite loi « Copé Zimmermann ») pour le conseil d'administration (article L. 225-17 du code de commerce) et pour le conseil de surveillance (article L. 225-69 du code de commerce).

⁴⁸ La rédaction du 3^e alinéa de l'article 225-38 du code de commerce comporte une ambiguïté à cet égard. Ainsi qu'il a été observé, « *on ne sait trop quel est l'organe qui, derrière ce « Il », est appelé à arrêter ce processus d'élection équitable : le directoire lui-même ? ou le conseil de surveillance ? Si l'on se souvient que les membres du directoire sont nommés par le conseil de surveillance, et vu la place qu'occupe cette nouvelle injonction (à la fin du tout dernier alinéa de l'article L. 225-58 où, à la vérité, elle ne devrait pas figurer), il semble, mais ce n'est pas certain, que ce soit au conseil de surveillance qu'échoira désormais cette délicate mission.* » (H. Le Nabasque, La composition des organes de direction et de contrôle de la gestion des sociétés par actions après la loi PACTE, *Bull. Joly Sociétés*, Juin 2019, n°06, p. 51).

✓ *Des sanctions renforcées en cas de non-respect de règles de représentation équilibrée des conseils d'administration et de surveillance*

En matière de représentation équilibrée des conseils d'administration et de surveillance, la loi n°2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle (dite loi « Copé Zimmermann ») dispose que la proportion des administrateurs ou membres du conseil de surveillance de sociétés anonymes et en commandite par actions de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 % de l'ensemble des administrateurs dans les sociétés cotées, ainsi que dans les sociétés dépassant le seuil de 250 salariés permanents et de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires net ou de total de bilan pendant trois exercices consécutifs. Les articles L. 225-18-1, L. 225-69-1 et L. 226-4-1 du code de commerce disposent que toute nomination intervenue en violation de ces dispositions et n'ayant pas pour effet de remédier à l'irrégularité de la composition du conseil d'administration ou de surveillance est nulle.

La loi PACTE a abrogé la seconde phrase du second alinéa des articles L. 225-18-1 [applicable aux conseils d'administration], L. 225-69-1 [applicable aux conseils de surveillance des SA] et L. 226-4-1 [applicable aux conseils de surveillance des SCA] qui précisait que la nullité d'une nomination intervenue en violation des règles relatives à cette représentation équilibrée « *n'entraîn[ait] pas celles des délibérations auxquelles a(vait) pris part l'administrateur [ou le membre du conseil de surveillance] irrégulièrement nommé* ». Cette suppression ouvre la possibilité de demander la nullité d'une délibération du conseil dont l'un des membres aurait été désigné en violation des règles de représentation équilibrée des deux sexes.

✓ *Mesures en faveur de l'actionnariat salarié*

La loi PACTE comprend plusieurs mesures visant à rendre les entreprises « *plus justes* ». Une première série de mesures vise ainsi à « *récompenser le travail des salariés* » via le renforcement de l'actionnariat salarié au sein des sociétés à capitaux publics et des entreprises privées⁴⁹. Le gouvernement a affiché l'ambition d'atteindre 10 % du capital des entreprises françaises détenu par leurs salariés à horizon 2030 et souhaite ainsi amplifier la tendance à l'actionnariat salarié qui a connu depuis 2012 une multiplication par deux des montants d'opérations collectives dans le SBF 120 selon le groupe Eres⁵⁰.

Les dispositions de loi PACTE en faveur de l'actionnariat salarié concernent les sociétés à capitaux publics d'une part et les entreprises privées d'autre part.

Concernant le développement de l'actionnariat salarié dans les entreprises à participation publique, la loi PACTE étend le champ des opérations soumises à obligation d'offre réservée aux salariés, d'une part, et clarifie les règles de mises en œuvre et la possibilité de prise en charge par l'État d'une partie des frais d'organisation de l'offre réservée aux salariés, d'autre part. Cet élargissement se traduit notamment par l'extension du champ des opérations soumises à l'obligation d'offre réservée aux salariés (ORS) au-delà du seul cas de cessions, par l'État, de participations dans des entreprises cotées sur les marchés financiers. En effet, les offres réservées aux salariés seront désormais également obligatoires dans le cadre de cessions de participations, par l'État, dans des entreprises non cotées, et de cessions par l'État, dans des entreprises cotées, en gré à gré. L'article 168 de la loi PACTE précise que seules les cessions « *significatives* » seront concernées par cette obligation, par souci de proportionnalité entre la cession et les modalités de réalisation d'une offre réservée aux salariés.

Concernant les entreprises privées, les mesures visant à favoriser l'actionnariat salarié reposent principalement sur trois éléments : une réduction du forfait social pour l'abondement employeur dans l'actionnariat salarié (de 20% à 10%), la possibilité d'abondement unilatéral par l'employeur ainsi que la simplification de l'actionnariat salarié dans les sociétés par actions simplifiées (SAS) de plus de 149 salariés.

⁴⁹ Le Portail de l'Économie, des Finances, de l'Action et des Comptes Publics. (2019). Loi PACTE : les 3 mesures qui vont récompenser le travail des salariés. Disponible sur : <https://www.economie.gouv.fr/loi-pacte-mesures-pour-recompenser-travail-salaries>

⁵⁰ Eres Group. (2019). Record historique du montant total des opérations collectives d'actionnariat salarié dans le SBF120 en 2018. L'Étude est disponible sur : <https://www.eres-group.com/etudes-et-enquetes/montant-operations-actionnariat-sbf/>

2. DES ÉVOLUTIONS NATIONALES AMORCÉES DE LONGUE DATE ET SUIVIES PAR L'AMF

En parallèle de ces évolutions réglementaires, l'AMF s'est attachée à suivre certains sujets d'actualité particulièrement prégnants au cours de l'année 2019. La thématique des assemblées générales a notamment suscité un vif intérêt du fait des travaux menés par le groupe de l'Association Française des Professionnels des Titres (AFTI) sur le traitement des votes en assemblée générale ainsi que des évolutions attendues sur le statut du vote d'abstention. Le sujet de l'activisme a également fait l'objet de réflexions, notamment de la part du Président de l'AMF qui a publié en juillet dernier une contribution à ce sujet (« Contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse »).

2.1. Les assemblées générales

□ Travaux AFTI et guide méthodologique de traitement des votes en assemblée générale

L'idée d'un guide méthodologique de place sur le traitement des votes en assemblée générale provient à l'origine du rapport de la commission consultative « Épargnants » de l'AMF publié en mars 2017 et intitulé « *Pour un vote transparent et effectif en assemblée générale à l'ère du numérique* »⁵¹. Les propositions élaborées par ce groupe de travail, parmi lesquelles celles concernant l'établissement d'un « *guide méthodologique de traitement des votes en assemblée générale* », ont par la suite été approfondies par un groupe de travail restreint de l'AMF, composé de membres de la commission consultative « Épargnants » et de la commission consultative « Opérations et information financières des émetteurs ». Cette recommandation a finalement été intégrée aux recommandations de l'AMF sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées⁵².

Cette recommandation appelait à « *élaborer, aussi rapidement que possible, dans le cadre d'un travail commun de représentants de l'ensemble des professionnels, émetteurs et actionnaires concernés, un guide méthodologique de traitement des votes en assemblée générale pour les établissements centralisateurs, teneurs de compte-conservateurs et émetteurs assurant tout ou partie de ce traitement* »⁵³.

En conséquence, un groupe de travail a été créé sous l'égide de l'AFTI afin de rédiger un guide sur le traitement des votes en assemblée générale.

Une première version de ce guide méthodologique a été soumise à consultation auprès de certaines associations professionnelles (AFEP, MEDEF et ANSA) et parties prenantes début septembre. Une consultation publique a été organisée en novembre 2019. Le guide devrait être disponible pour la prochaine campagne d'assemblées générales de 2020.

□ Abstention

La loi n°2019-744 du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés (dite « loi Soilihi ») a modifié les articles L. 225-96 et L. 225-98 du code de commerce, traitant respectivement de l'assemblée générale extraordinaire et de l'assemblée générale ordinaire, pour faire évoluer les règles de comptage de la majorité requise pour l'adoption des décisions des assemblées générales ordinaires et extraordinaires de sociétés anonymes, cotées ou non. Alors qu'auparavant les voix « *dont disposent les actionnaires présents ou représentés* » étaient prises en compte, désormais, ce sont les voix « *exprimées par les actionnaires présents ou représentés* » qui sont déterminantes, la loi précisant que « *les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul* ». Ainsi, l'abstention n'est désormais plus considérée comme un vote négatif.

L'article L. 225-107 du code de commerce est en outre amendé. Son alinéa 2 prévoit dorénavant que « *les formulaires ne donnant aucun sens de vote ou exprimant une abstention ne sont pas considérés comme des votes exprimés* ». Ces votes étaient auparavant considérés comme des votes négatifs. Plus spécifiquement, ce changement de comptabilisation pourra

⁵¹ Le rapport est disponible sur le lien suivant : <https://www.amf-france.org/magnoliaPublic/dam/jcr:947c63fc-5fa7-4e42-80a5-df9070bc82dd/Rapport%20de%20la%20Commission%20consultative%20Epargnants.pdf>

⁵² Recommandation AMF DOC-2012-05.

⁵³ Idem.

avoir un impact significatif sur les résolutions déposées le jour des assemblées générales dans le respect des dispositions prévues par l'alinéa 3 de l'article L. 225-105 du code de commerce.

Ces modifications législatives sont applicables à compter des assemblées générales réunies pour statuer sur le premier exercice clos après la promulgation de cette loi, publiée au Journal officiel le 20 juillet 2019. Pour le calcul du quorum, il n'est tenu compte que des formulaires qui ont été reçus par la société avant la réunion de l'assemblée, dans les conditions de délais qui seront fixées par décret en Conseil d'État.

2.2. L'activisme, au cœur de l'actualité

Selon le rapport annuel de Lazard sur l'activisme actionnarial⁵⁴, 2018 a été une année record avec plus de 226 sociétés visées (188 en 2017) par des campagnes d'activisme et un total de 65 milliards de dollars (63,4 milliards de dollars en 2017) déployé par des fonds activistes dans le monde. Surtout développé dans les pays anglo-saxons, l'activisme actionnarial s'est désormais solidement installé dans le paysage financier européen. En effet, entre 2010 et 2015, le marché européen a connu une augmentation de 126 % des campagnes activistes⁵⁵. Dans l'hexagone, plusieurs interventions d'activistes ont marqué le marché français depuis 2015⁵⁶.

Dans le cadre d'une audition par la Mission d'information sur l'activisme actionnarial constituée par la Commission des finances de l'Assemblée nationale, dont les députés Éric Woerth et Benjamin Dirx sont co-rapporteurs, le Président de l'AMF, Robert Ophèle, s'est exprimé au sujet de l'activisme en bourse et a dessiné des pistes de réflexion sur le cadre réglementaire existant⁵⁷.

L'activisme actionnarial est une notion délicate à définir dans la mesure où rien ne différencie, d'un point de vue juridique, ces acteurs des autres actionnaires. Le terme fait ainsi référence à diverses pratiques et stratégies.

Comme l'indique le Président de l'AMF l'activisme peut « *contribuer à la bonne formation des prix sur les marchés et à l'amélioration de la gouvernance et de la gestion des émetteurs* ». Cependant, il peut également constituer une force « *anormalement déstabilisatrice tant pour les émetteurs que pour le bon fonctionnement du marché* »⁵⁸. L'activisme peut prendre deux formes principales :

- considérant qu'une société est sous-évaluée, l'activiste entre au capital afin d'exiger des évolutions stratégiques ou demander une « prime de sortie » ;
- considérant qu'une société est surévaluée, l'activiste peut vendre à découvert le titre dans le but de le ramener vers sa « vraie » valeur et conduire ainsi à une redéfinition de la stratégie de la société.

Afin d'assurer le bon fonctionnement du marché, le Président de l'AMF identifie trois volets de la réglementation qui, sans viser spécifiquement l'activisme, peuvent contribuer à un meilleur encadrement de celui-ci⁵⁹.

Sur le premier volet, le président de l'AMF évoque l'idée d'un dispositif renforcé de déclarations obligatoires lorsque certains seuils sont franchis par les investisseurs. Parmi les pistes envisageables, sont mentionnés, d'une part, l'ajout d'un seuil de déclaration de franchissement à 3% (contre 5% aujourd'hui) du capital ou des droits de vote pour les grandes capitalisations permettant une information plus précoce sur la montée au capital d'actionnaires activistes et, d'autre part, l'introduction d'une déclaration d'intention lors du franchissement du seuil de 5% (contre 10% aujourd'hui). La portée de ces mesures semble toutefois limitée dans la mesure où, la stratégie des fonds activistes étant largement fondée sur la communication, les renforcements réglementaires peuvent ne pas avoir d'effet décisif. Concernant les vendeurs à

⁵⁴ 2018 Review of Shareholder Activism, Lazard (2019).

⁵⁵ États des lieux de l'activisme actionnarial en France, Skadden (2017).

⁵⁶ Pernod Ricard – Elliott Management (décembre 2018), Suez Environmental Company – Amber Capital (juillet 2018), Scor - Charity Investment Asset Management (septembre 2018), L'Oréal – Sterling Strategic Value / Financière de l'Echiquier (mars 2018), Danone – Corvex Management (octobre 2017), Lagardère – Amber Capital (avril 2017), SoLocal Group – Amber Capital (mars 2017), Safran – TCI (février 2017), Zodiac Aerospace – Ciam (janvier 2017), Rexel – Cevian Capital AB (2016-2017), Euro Disney SCA – Ciam (2015 – 2017)

⁵⁷ Contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse (juillet 2019), voir [le lien suivant](#).

⁵⁸ Ibid.

⁵⁹ Ibid.

découvert, Robert Ophèle propose de « compléter l'information actuelle par une déclaration sur les instruments de dette, et particulièrement les CDS ».

Le second volet visa à améliorer le bon fonctionnement du marché mis en avant par le Président de l'AMF relève de la réglementation des communications publiques. Il s'agirait d'apporter des clarifications *via* la doctrine des régulateurs sur le niveau de précision de la communication publique des conflits d'intérêts des divers intervenants (cadre européen) ainsi que sur la capacité des émetteurs à communiquer en réponse aux attaques d'activistes lors des périodes précédant la publication de leurs résultats (cadre national).

Selon le Président de l'AMF, deux avancées sont souhaitables dans ce domaine : rendre plus précises les diverses déclarations de conflits d'intérêts⁶⁰, qui sont souvent très génériques, d'une part, et clarifier la capacité des émetteurs à répondre aux déclarations parfois critiques des activistes, en particulier lors des périodes où il leur est recommandé de s'abstenir de toute recommandation d'autre part. Concernant la première piste, cela ne nécessiterait pas une modification du règlement délégué (UE) 2016/958 lui-même mais pourrait être fait par l'ESMA via ses « questions – réponses ».

Enfin, le troisième volet traite du manquement ou délit d'initié. Sur ce point, Robert Ophèle rappelle le rôle de l'Autorité des marchés financiers, notamment dans ses fonctions de surveillance du marché.

De façon générale, nombre d'acteurs sont attentifs à ce sujet en France, au premier rang desquels l'État. Le ministre de l'Économie et des Finances a, en effet, annoncé le 5 mai 2019 que le gouvernement préparait des mesures visant à éviter la déstabilisation d'entreprises françaises par des investisseurs activistes.

Un rapport d'information a été déposé par la Commission des Finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire de l'Assemblée nationale, le 2 octobre 2019, en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial présidée par MM. Éric Woerth et Benjamin Dirx.

Ce rapport contient les 13 recommandations :

1) quatre recommandations sont relatives à la connaissance par l'émetteur de l'actionnariat :

- « Abaisser le niveau de déclaration de franchissement de seuil à 3 % du capital ou des droits de vote »,
- « Les déclarations de franchissement de seuil, de toute nature, doivent s'imposer à la hausse comme à la baisse »,
- « rendre systématique et plus dissuasive la sanction des cas de non déclaration de franchissement (à la hausse comme à la baisse) de seuils, y compris dans le cas de prêt-emprunt de titres »,
- « encourager l'innovation privée – initiatives de place, développement de solutions technologiques, etc. – destinée à permettre in fine à toute société cotée de connaître simplement, rapidement et à faible coût la composition de son actionnariat. Évaluer précisément l'impact des mesures de la loi PACTE sur le renforcement de l'efficacité de la procédure de TPI. Ponderer, le cas échéant, l'opportunité de la mise en œuvre par la France de la faculté, ouverte par le droit européen, de limiter la capacité des intermédiaires à facturer des frais pour les services d'identification des actionnaires ».

2) trois recommandations visent à renforcer le dialogue actionnarial :

- « permettre à une société faisant l'objet d'une campagne publique la mettant en cause d'être récipiendaire des informations substantielles qui sont communiquées à ses actionnaires sur ce sujet par l'activiste à l'origine de la campagne »,

⁶⁰ Lesquelles sont encadrées par le règlement délégué (UE) 2016/958 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation définissant les modalités techniques de présentation objective de recommandations d'investissement ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et la communication d'intérêts particuliers ou de l'existence de conflits d'intérêts.

- « permettre aux sociétés cotées de répondre de façon souple et rapide à des campagnes les mettant en cause publiquement, notamment par voie de presse. Leur permettre notamment de communiquer lors des « périodes de silence » (quiet period) qui précèdent les publications de résultats »,
 - « encourager la rédaction d'un guide du dialogue actionnarial partagé entre la communauté des émetteurs, investisseurs, régulateurs et les autres acteurs de marché. Le principe de contradictoire devrait y figurer en bonne place »).
- 3) quatre recommandations sont relatives aux prêts-emprunts de titre :
- « introduire, afin de lutter contre les excès de la vente à découvert, une présomption de fonctionnement anormal du marché dans les cas où l'ampleur de la vente à découvert d'un titre financier dépasserait une certaine limite (volume traité, pourcentage de la capitalisation ou du flottant, etc.) »,
 - « intégrer dans le calcul d'une position courte soumise à déclaration lors d'un franchissement de seuil l'ensemble des instruments et titres financiers de toute nature qui concourent à l'exposition économique nette d'un acteur de marché sur une société cotée »,
 - « encourager les places financières à développer, idéalement de manière coordonnée, des outils de transparence sur les opérations de prêt-emprunt de titres à destination du marché. L'émergence d'une place de marché centralisée des prêt-emprunt de titres constituerait une initiative privée que les pouvoirs publics pourraient, le cas échéant, être amenés à soutenir »,
 - « dissocier, pour les titres faisant l'objet d'un prêt-emprunt, le droit de vote afin que celui-ci ne soit pas systématiquement transféré lors de l'opération ») ;
- 4) enfin, deux recommandations visent à renforcer le pouvoir et les moyens de l'AMF :
- « Introduire une procédure de « référé » devant l'AMF, permettant aux sociétés cotées de saisir directement le régulateur d'une situation urgente, afin que ce dernier se donne les moyens d'investiguer immédiatement la situation, d'intervenir si nécessaire et, le cas échéant, de prendre des mesures conservatoires, sans préjuger du fond de l'affaire »,
 - « renforcer les moyens humains et financiers de l'AMF afin de les rapprocher de ses grands équivalents européens, et lui permettre d'être pleinement efficace dans la régulation du phénomène de l'activisme, amené à se développer en France et en Europe ».

D'autres acteurs comme l'AFEP, Paris Europlace ou le Club des Juristes ont également annoncé leur volonté de contribuer à la réflexion sur l'encadrement de l'activisme actionnarial en constituant des groupes de travail. Le rapport du Club des Juristes sur l'activisme actionnarial a été publié le 7 novembre 2019.

PARTIE 2 - ÉTUDE SUR LE DIALOGUE ACTIONNARIAL

De plus en plus d'investisseurs, de gestionnaires d'actifs et d'agences de conseil en vote souhaitent engager un dialogue avec le management des sociétés cotées, voire avec un membre du conseil d'administration de ces sociétés, distinct de la direction, en vue notamment de mieux comprendre comment la stratégie est élaborée, la performance mesurée et d'évaluer le mode de fonctionnement du conseil, la culture d'entreprise et les pratiques de gouvernance.

Ce dialogue est indispensable aux sociétés cotées afin de leur permettre de comprendre les attentes des actionnaires et de résoudre les éventuels désaccords, qui s'exprimeront *in fine* lors du vote en assemblée générale sur les résolutions voire par des décisions d'investissement ou de désinvestissement.

Dès 2012, à la suite du rapport du groupe de travail présidé par Olivier Poupart-Lafarge sur les assemblées générales des sociétés cotées⁶¹, l'AMF a émis des recommandations afin d'améliorer le dialogue permanent entre émetteurs et investisseurs. À ce titre, l'AMF recommande notamment de « *conduire un dialogue permanent entre les émetteurs et les investisseurs, ainsi que ceux qui les conseillent, en amont de la publication par les sociétés de leurs projets de résolutions et postérieurement à l'assemblée générale afin de permettre de résoudre certains points de désaccord concernant la politique de vote des différentes catégories d'actionnaires. L'AMF rappelle en ce sens sa recommandation de mars 2011 sur les agences de conseil en vote* ». L'AMF recommande également aux émetteurs de « *recevoir, dans la mesure du possible, postérieurement à la tenue de l'assemblée, les actionnaires qui le souhaitent pour discuter des éventuels désaccords portant sur des points importants abordés en assemblée afin d'en tirer, le cas échéant, des enseignements en vue de l'assemblée suivante* »⁶².

En engageant ce dialogue, les sociétés peuvent plus facilement identifier les questions et préoccupations des actionnaires et y répondre, en expliquant, si nécessaire, leurs spécificités, les actions mises en œuvre et les travaux du conseil relatifs à l'élaboration de la stratégie. De tels échanges permettent aux émetteurs de mieux connaître leurs forces et leurs vulnérabilités, d'appréhender plus finement les attentes, questionnements, réserves ou défiances de leurs actionnaires, et de « *désamorcer* » en amont certaines de leurs critiques, autant d'éléments essentiels dans un contexte de progression des actionnaires activistes⁶³.

Cette deuxième partie du rapport se propose d'étudier l'information fournie par les sociétés sur les discussions qu'elles engagent avec leurs actionnaires après un rappel préalable de la méthodologie appliquée.

En s'intéressant au dialogue avec les investisseurs institutionnels et les agences de conseil en vote, cette étude complète l'étude menée par l'AMF, en 2015, sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination de leurs actionnaires individuels⁶⁴.

⁶¹ Groupe de travail présidé par Olivier Poupart-Lafarge, Rapport sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 7 février 2012. L'essentiel des recommandations issues de ce rapport a été intégré à la doctrine de l'AMF (Recommandation AMF n°2012-05, Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, actualisée en octobre 2018).

⁶² Recommandation AMF DOC-2012-05 : les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, Proposition 1.1.

⁶³ Voir la contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse publiée le 11 juillet 2019 sur le site internet de l'AMF.

⁶⁴ Étude 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination de leurs actionnaires individuels disponible sur le site de l'AMF.

OBJET ET MÉTHODOLOGIE DE L'ÉTUDE

1. APPROCHE DE L'ÉTUDE

La présente étude a été élaborée en application de l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier, qui charge l'AMF d'établir chaque année un rapport se fondant sur certaines informations publiées par les sociétés ayant leur siège statutaire en France et cotées sur un marché réglementé, figurant dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise. Les informations utilisées pour établir le présent rapport ont par conséquent été rendues publiques par les sociétés dans leur document de référence ou leur rapport annuel publié en 2019 au titre de l'année 2018, dans des communiqués de presse parus au premier semestre 2019 et/ou sur leur site internet, notamment dans la section dédiée à l'assemblée générale annuelle.

Le respect du principe « *appliquer ou expliquer* » prévu par le code de commerce⁶⁵ (pour les sociétés anonymes, tant monistes que dualistes, et pour les sociétés en commandite par actions) est au cœur de l'architecture normative du gouvernement d'entreprise.

Comme les années précédentes, les meilleures et les moins bonnes pratiques de certains émetteurs leur sont attribuées nominativement. S'agissant des pratiques jugées perfectibles, sont également citées les sociétés qui n'appliquent pas une recommandation du code AFEP-MEDEF, sans pour autant justifier cet écart ou fournir d'explications suffisamment circonstanciées et adaptées, conformément au principe « *appliquer ou expliquer* ».

2. THÈME

Afin de renforcer la visibilité de ses messages les plus importants, l'AMF a décidé, depuis 2016, de faire évoluer la présentation du rapport, en proposant des développements approfondis uniquement sur certains thèmes jugés d'actualité ou pour lesquels une marge de progression est encore souhaitable de la part des sociétés cotées. L'AMF s'est par ailleurs fixée parmi les priorités de son plan stratégique pour 2018-2022 de « *faire évoluer le rapport de l'AMF sur la gouvernance et la rémunération des dirigeants en tenant compte des progrès accomplis par les émetteurs ces dernières années* »⁶⁶.

Les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination spécifiquement de leurs actionnaires individuels, qui avaient fait l'objet d'une étude par l'AMF en 2015⁶⁷, ne sont pas spécifiquement évoqués ci-après.

⁶⁵ Le 8° de l'article L. 225-37-4 du code de commerce (et sur renvoi, les articles L. 225-68, al.6 pour les sociétés anonymes à conseil de surveillance et L. 226-10-1, al.1 pour les sociétés en commandite par actions), issu de l'ordonnance n°2017-1162 du 12 juillet 2017 portant diverses mesures de simplification et de clarification des obligations d'information à la charge des sociétés, dispose ainsi que le rapport sur le gouvernement d'entreprise précise « *lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été, ainsi que le lieu où ce code peut être consulté, ou, à défaut d'une telle référence à un code, les raisons pour lesquelles la société a décidé de ne pas s'y référer ainsi que, le cas échéant, les règles retenues en complément des exigences requises par la loi* ». Cette rédaction a quelque peu évolué par rapport à celle de l'ancien article L. 225-37 (sans pour autant que la portée en soit sensiblement modifiée sur le fond) lequel ne contenait pas les termes « *le cas échéant* » - une interprétation extensive du deuxième pan de phrase pouvait alors laisser penser que les sociétés ne se référant pas à un code devaient, de façon systématique, retenir des règles en complément des exigences légales.

⁶⁶ Plan stratégique 2018-2022 de l'AMF.

⁶⁷ [Étude 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination de leurs actionnaires individuels.](#)

3. ÉCHANTILLON

L'échantillon est constitué de 40 sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Parmi ces 40 sociétés, les vingt premières représentent les vingt plus grosses capitalisations de l'indice CAC 40 d'Euronext Paris au 31 décembre 2018. Les vingt dernières sociétés de l'échantillon représentent les vingt dernières capitalisations de l'indice SBF 120 d'Euronext Paris, à la même date. Ont été exclues de cet échantillon les sociétés de droit étranger et les sociétés ne se référant pas au code AFEP-MEDEF. La liste des sociétés est présentée en annexe 1.

Pour information, au sein de l'indice SBF 120 et au 31/12/2018, 106 sociétés se réfèrent au code AFEP-MEDEF, 5 sociétés se réfèrent au code MIDDLENEXT et 9 sociétés se réfèrent à un code de gouvernance étranger.

4. MÉTHODE D'ANALYSE

L'analyse des informations publiées par les sociétés étudiées se fonde sur des critères tant quantitatifs que qualitatifs, notamment au moyen d'une grille regroupant l'essentiel des recommandations du code AFEP-MEDEF ainsi que les meilleures pratiques en matière de gouvernement d'entreprise et de rémunération des dirigeants.

Dans le rapport, les constats de non-conformité⁶⁸, donnant éventuellement lieu à citation nominative, sont établis au regard de ce que préconisent le code AFEP-MEDEF et, le cas échéant, le guide d'application du code. Les constats de non-conformité mentionnés dans le présent rapport sont faits au regard des thématiques abordées dans le présent rapport et ne prétendent pas à l'exhaustivité.

L'AMF a informé les émetteurs concernés des observations et points factuels susceptibles de donner lieu à une mention nominative dans le rapport. Ces sociétés ont eu l'opportunité de lui transmettre leurs commentaires avant que le rapport ne soit finalisé. Seules ont été prises en compte, en vue des citations dans le présent rapport, les informations publiques (communiqué de presse, extrait du document de référence...). Les informations publiées à la suite de cet échange avant mi-octobre ainsi que les engagements de mise en conformité sont par ailleurs pris en compte dans les citations de non-conformité pour préciser les mises en conformité observées.

5. STRUCTURE DE L'ÉTUDE

Chaque partie contient :

- un rappel synthétique des dispositions législatives applicables, des règles du code AFEP-MEDEF et des recommandations formulées par l'AMF les années précédentes, relatives aux thèmes retenus pour le rapport ;
- un constat général reposant sur des statistiques et intégrant des développements approfondis sur certains sujets ;
- un relevé des pratiques observées en lien avec les thèmes retenus pour le rapport, dont les plus significatives donnent lieu à la désignation des sociétés concernées ;
- le cas échéant, l'insertion des nouvelles recommandations de l'AMF à destination des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF et des pistes de réflexion destinées à faire évoluer le code AFEP-MEDEF.

6. RÉFÉRENTIEL DE TEXTES

Le cadre législatif et réglementaire applicable se compose de textes européens et nationaux.

Au plan européen, un certain nombre de textes sont applicables en matière de gouvernement d'entreprise et de rémunération des dirigeants, en particulier la directive dite « comptable » 2006/46/CE du 14 juin 2006, modifiée par la

⁶⁸ Établis en application de la méthodologie susmentionnée.

directive 2013/34/UE du 26 juin 2013⁶⁹ et la directive 2014/95/UE du 22 octobre 2014⁷⁰, dont l'article 20 constitue le fondement de droit européen pour la mise en œuvre du principe « appliquer ou expliquer ».

Une recommandation de la Commission européenne, publiée en 2014, traite également de l'approche « *appliquer ou expliquer* »⁷¹.

Au plan national, sur le fondement de l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier, le présent rapport rend compte de l'évolution des pratiques de gouvernance de certaines sociétés cotées à l'aune d'un triple référentiel :

- les dispositions législatives, en particulier celles qui sont relatives au rapport du conseil sur le gouvernement d'entreprise, au principe « appliquer ou expliquer », à la représentation équilibrée des hommes et des femmes, au cumul des mandats sociaux, à la désignation d'administrateurs représentant les salariés, au comité d'audit ou aux mentions du rapport sur le gouvernement d'entreprise ;
- l'autorégulation, via les recommandations des codes AFEP-MEDEF et Middledenext applicables au 31 décembre 2018 ;
- la recommandation de l'AMF DOC-2012-02⁷², actualisée chaque année, qui regroupe les recommandations formulées dans les précédents rapports de l'AMF et applicables aux sociétés cotées déclarant se référer au code AFEP-MEDEF.

7. LIMITES DE L'ANALYSE

La présente analyse a été construite à partir des seules informations publiées par les 40 sociétés de l'échantillon.

Les chiffres présentés ci-après sont donnés à titre illustratif pour fournir une indication des informations données par ces sociétés et du vote des actionnaires.

⁶⁹ Directive 2013/34/UE du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises.

⁷⁰ Directive 2014/95/UE du 22 octobre 2014 relative à la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes.

⁷¹ Recommandation de la Commission du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise (« *appliquer ou expliquer* »). Selon la Commission européenne, les sociétés devraient préciser clairement à quelles recommandations spécifiques elles ont dérogé et, pour chaque dérogation à une recommandation particulière :

- expliquer de quelle manière la société a dérogé à ladite recommandation ;
- décrire les raisons de cette dérogation ;
- décrire comment la décision de déroger à la recommandation a été prise au sein de la société ;
- lorsque la dérogation est limitée dans le temps, indiquer quand la société envisage de se conformer à une recommandation particulière ;
- le cas échéant, décrire la mesure qui a été prise au lieu de respecter la recommandation et expliquer la manière dont cette mesure permet d'atteindre l'objectif sous-jacent de la recommandation en question ou du code dans son ensemble, ou clarifier la manière dont elle contribue à la qualité de la gouvernance de la société.

⁷² Recommandation AMF DOC 2012-02 : Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF.

RÉSULTATS DE L'ÉTUDE

L'étude évoque successivement le dialogue au sein du conseil d'administration ou de surveillance (1), le dialogue permanent en dehors du conseil et en vue notamment de la préparation des assemblées générales (2), et enfin le dialogue en assemblée générale (3).

1. LE DIALOGUE AU SEIN DU CONSEIL⁷³

Le conseil d'administration représente l'ensemble des actionnaires et doit agir, en toutes circonstances dans l'intérêt social de la société, au-delà des intérêts individuels des membres qui le composent et des diverses parties prenantes.

Cette première partie de l'étude fait un état des lieux du dialogue actionnarial au sein du conseil dans un contexte dans lequel la loi et le code AFEP-MEDEF prévoient désormais des critères de sélection des administrateurs qui sont peu liés à la participation en capital ou en droits de vote. Le conseil doit, par exemple, en application de l'article L. 225-17 du code de commerce⁷⁴, être composé en recherchant une représentation équilibrée des hommes et des femmes et arrêter une politique de diversité⁷⁵. De même, selon l'article 6.1 du code AFEP-MEDEF, la « *qualité du conseil d'administration s'apprécie dans l'équilibre de sa composition ainsi que dans la compétence et l'éthique de ses membres* ».

Dans une première sous-partie, la composition générale du conseil est analysée afin d'évaluer dans quelle mesure le dialogue avec les actionnaires se déroule au sein du conseil et comment il est facilité (1.1). La seconde sous-partie évoque la question de la gestion des conflits d'intérêts, y compris potentiels, au sein du conseil (1.2).

1.1. La présence des actionnaires au sein du conseil

Les sociétés de l'échantillon ont, à la date du 31 décembre 2018, une composition de leur actionnariat très variée :

- 31 sociétés sur 40 ont un ou plusieurs actionnaires importants détenant plus de 10% du capital. Parmi ces 31 sociétés, 14 sociétés ont un actionnaire qui, agissant seul ou de concert, détient 30% ou plus du capital ou des droits de vote de la société ;
- La part moyenne du public et des actionnaires non identifiés dans le capital des sociétés de l'échantillon est significative, de l'ordre de 52 %. Mais cela recouvre des situations très diverses. 10 sociétés ont un actionnariat très dispersé dans lequel la part des actionnaires indifférenciés représente plus de 70 % du capital ou des droits de vote ;
- Dans certaines sociétés, les salariés peuvent représenter jusqu'à 9 % du capital ou des droits de vote. Dans l'échantillon, 32 sociétés ont un ou plusieurs administrateurs représentant les salariés. 9 sociétés ont un ou plusieurs administrateurs représentant les actionnaires salariés.

⁷³ Par conseil, la présente étude entend les conseils d'administration et les conseils de surveillance des sociétés cotées. Les sociétés anonymes peuvent choisir parmi trois formes d'organisation des pouvoirs de direction et de contrôle : la société anonyme à conseil de surveillance et directoire, la société anonyme à conseil d'administration moniste (c'est-à-dire avec fonctions unitaires) et la société anonyme à conseil d'administration dual (avec fonctions dissociées).

⁷⁴ Article L. 225-69 du code de commerce pour les sociétés anonymes à conseil de surveillance, et article L. 226-4 du même code pour les sociétés en commandite par actions.

⁷⁵ L'article L. 225-37-4, 6° du code de commerce prévoit que le rapport sur le gouvernement d'entreprise doit décrire la politique de diversité appliquée aux membres du conseil d'administration au regard de critères tels que l'âge, le sexe ou les qualifications et l'expérience professionnelle, ainsi qu'une description des objectifs de cette politique, de ses modalités de mise en œuvre et des résultats obtenus au cours de l'exercice écoulé. Cet article s'applique aux sociétés anonymes à conseil de surveillance (sur renvoi de l'article L. 225-68, al.6) et aux sociétés en commandite par actions (sur renvoi de l'article L. 226-10-1, al.1). Les sociétés concernées sont celles qui dépassent deux des trois seuils suivants : un total de bilan de 20 millions d'euros, un chiffre d'affaires net de 40 millions d'euros, un nombre moyen de salariés permanents de 250.

Il faut également noter que 24 sociétés de l'échantillon sur les 40 ont conservé un droit de vote double pour les actionnaires et favorisent ainsi un engagement à long terme des actionnaires qui détiennent (au nominatif) les titres de la société depuis au moins deux ans. Seule une société a fixé une durée de détention des actions supérieure à deux ans.

1.1.1. Quelle représentativité des actionnaires de référence⁷⁶ au sein du conseil ?

- Les actionnaires de référence étant représentés au conseil de manière très hétérogène, en fonction de la répartition du capital, de leur positionnement, du poids de l'histoire notamment, il n'est pas possible, au sein de l'échantillon, de dégager une corrélation entre le pourcentage du capital ou de droits de vote détenu par un actionnaire et sa représentation au conseil. Cette absence de corrélation directe entre le pourcentage de détention du capital et la participation au conseil confirme la recherche d'une composition équilibrée et diversifiée du conseil. En revanche, les actionnaires contrôlant une société sont toujours représentés au sein du conseil.
- L'influence directe des actionnaires de référence est limitée sur l'échantillon car le taux moyen d'administrateur indépendant s'établit à 49% dans les sociétés contrôlées et de 68% dans les sociétés non contrôlées de l'échantillon.



Ce taux est très supérieur à celui prévu par l'article 8.3 du code AFEP MEDEF. Le code prévoit, en effet, qu'il doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées⁷⁷, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers.

- Il est également constaté une certaine réduction du nombre d'administrateurs au sein du conseil. Si le conseil d'administration doit comprendre suffisamment de membres pour intégrer une diversité d'expériences, de compétences et une représentation équilibrée des hommes et des femmes, le nombre d'administrateurs doit rester raisonnable pour favoriser l'efficacité du conseil et éviter la dilution des responsabilités. Cette réduction permet, selon certaines sociétés, de fluidifier les échanges et d'améliorer l'implication des administrateurs.

Dans les sociétés de l'échantillon, la taille des conseils est en moyenne de 13,9 personnes pour les sociétés du CAC 40 et 11 pour les sociétés du SBF 120. Parmi les 7 sociétés dont le conseil était de plus de 15 membres, deux en ont réduit la taille cette année. À titre d'exemple, une société du CAC 40 précise dans son document de référence que la réduction de la taille du conseil, de 19 à 14 membres, est une attente régulièrement exprimée par les actionnaires : « *le redimensionnement fera ensuite l'objet d'une évaluation dans le souci de préserver les grands équilibres de la diversité* ». Deux sociétés de l'échantillon ont également réduit la taille du conseil à la suite de la cession de titres par l'actionnaire de référence.

⁷⁶ Les actionnaires de référence sont définis pour les besoins de ce paragraphe comme étant tout actionnaire significatif, y compris lorsque celui-ci ne détient pas le contrôle de la société.

⁷⁷ Pour les besoins de cette étude, les sociétés ont été considérées comme contrôlées dès lors qu'un actionnaire agissant seul ou de concert détient 30% ou plus des droits de vote. 14 sociétés de l'échantillon sont considérées comme contrôlées.

Cette réduction du nombre d'administrateurs a eu pour effet d'augmenter le pourcentage d'administrateurs indépendants. Cette réduction peut cependant également entraîner une relation du ou des actionnaires de référence.

- Si du fait de l'importance du taux d'administrateurs indépendants au sein du conseil et du comité des nominations, l'influence directe des actionnaires de référence diminue, une certaine influence indirecte demeure dès lors qu'ils participent à la désignation des administrateurs indépendants.

Le vote des actionnaires sur la nomination d'un administrateur est sollicité à l'occasion de l'assemblée générale.

L'article 13.4 du code AFEP-MEDEF prévoit, dans ce cas, que la brochure ou l'avis de convocation adressé aux actionnaires comporte, « *outre les prescriptions légales, une notice biographique décrivant les grandes lignes de son curriculum vitae, ses compétences, ses autres mandats et activités ainsi que les raisons pour lesquelles sa candidature est proposée à l'assemblée générale* ». L'AMF constate que ces informations sont fournies et que cette disposition du code est bien respectée (voir troisième partie de cette étude, §3).

En revanche, peu d'information est fournie sur le processus sélection et de nomination de cet administrateur par le comité en charge des nominations, qui, en application de l'article 16.1.2 du code AFEP-MEDEF : « *organise une procédure destinée à sélectionner les futurs administrateurs indépendants et réalise ses propres études sur les candidats potentiels avant toute démarche auprès de ces derniers* ».

Dans la mesure où la nomination des administrateurs reste relativement contestée (voir paragraphe 3), l'AMF se demande si la fourniture d'éléments complémentaires quant au processus de sélection, de proposition et de nomination des administrateurs, qu'ils soient ou non indépendants, ne serait pas de nature à rassurer les actionnaires sur le choix de l'administrateur et à *in fine* améliorer le résultat des votes.

À titre d'exemple, et notamment dans un contexte dans lequel l'administrateur est lié à un actionnaire de référence, les sociétés pourraient être invitées à préciser s'il y avait plusieurs candidats et à détailler en quoi les compétences du nouvel administrateur correspondent à celles qui auraient été identifiées comme nécessaires par les dernières évaluations du conseil.

Dans un contexte où, au sein de l'échantillon, le processus de sélection des administrateurs n'est pas toujours précisément décrit dans les informations fournies par les émetteurs, l'AMF invite le HCGE à réaliser une étude sur l'application effective par les sociétés de l'article 16.1.2 du code susmentionné et à vérifier dans quelle mesure cela permet d'identifier des administrateurs compétents avec un profil diversifié.

L'AMF constate, par ailleurs, qu'un tel processus de sélection est prévu par d'autres codes de gouvernement d'entreprise européens.

Comparaison européenne

À titre de comparaison, le code de gouvernement d'entreprise britannique⁷⁸ est plus précis sur le processus de recrutement des administrateurs. Le rapport annuel des sociétés doit contenir le processus suivi par le comité des nominations pour recruter des administrateurs. Dans ses recommandations 2019 sur l'efficacité du conseil, le *Financial Reporting Council* (FRC) prévoit que pour accéder à une diversité plus grande de candidats, le comité des nominations peut rendre publique la recherche de candidats, voire travailler avec des cabinets de recrutement⁷⁹.

⁷⁸ UK Corporate Governance Code 2018, page 8: "18. All directors should be subject to annual re-election. The board should set out in the papers accompanying the resolutions to elect each director the specific reasons why their contribution is, and continues to be, important to the company's long-term sustainable success. [...] 20. Open advertising and/or an external search consultancy should generally be used for the appointment of the chair and non-executive directors. If an external search consultancy is engaged it should be identified in the annual report alongside a statement about any other connection it has with the company or individual directors".

⁷⁹ FRC Guidance on board effectiveness : § 92 et s., July 2018.

Piste de réflexion

L'AMF invite l'AFEP et le MEDEF à réfléchir aux informations qu'il serait utile de rendre publiques sur le processus de sélection des administrateurs.

- En ce qui concerne les modalités de représentation, l'AMF constate, dans l'échantillon, que les actionnaires constitués sous la forme de personnes morales sont rarement nommés, en tant que tels, administrateurs. Ils se font plus fréquemment « représenter » indirectement par une personne physique qui siège en son nom propre (et qui n'est donc pas juridiquement le représentant permanent de l'actionnaire personne morale). Dans les 40 sociétés de l'échantillon, et sur les 517 administrateurs, 37 représentants permanents ont été identifiés à la lecture des documents de référence.

Il est rappelé que les administrateurs doivent respecter la confidentialité des informations qui leur sont transmises et qu'ils sont soumis à une obligation légale de discrétion. L'article L. 225-37, alinéa 4 du code de commerce dispose ainsi que les administrateurs sont « *tenus à la discrétion* » à l'égard des informations présentant un caractère confidentiel et données comme telles par le président du conseil d'administration. La même obligation s'impose, selon ce texte, à l'égard de toute personne appelée à assister aux réunions du conseil (par exemple les délégués du comité d'entreprise). Le code AFEP-MEDEF dispose quant à lui que « *s'agissant des informations non publiques acquises dans le cadre de ses fonctions, l'administrateur est astreint à une véritable obligation de confidentialité qui dépasse la simple obligation de discrétion prévue par les textes* ». En outre, l'administrateur ne peut procéder à une divulgation illicite d'informations privilégiées au sens de la réglementation relative aux abus de marché.

La question de savoir quelle est l'étendue des obligations de « *discrétion* » de l'administrateur personne morale ne donne pas lieu à une lecture unanime de la doctrine juridique. En outre, il n'y a pas de jurisprudence faisant autorité sur cette question. Deux articles publiés récemment témoignent des incertitudes autour de cette question et des questionnements de la doctrine à ce sujet⁸⁰.

⁸⁰ Dans le premier (« Le devoir de discrétion de l'administrateur », Bulletin Joly Sociétés, avril 2019), Bertrand Fages écrit la chose suivante : « *Aussi n'est-il pas concevable, sous peine de manquement aux normes de la place, qu'un administrateur tire avantage de sa présence au conseil pour acquérir puis exploiter à son profit, ou à celui d'une société dont il est le mandataire social ou l'actionnaire, des informations de nature stratégique, privilégiées ou non, dont il n'aurait pas eu connaissance autrement. Comme le dit le Code AFEP-MEDEF, ce devoir est inhérent à l'« éthique », à la « déontologie » de « tout » administrateur. Et « bien entendu », toujours selon ce code, il est autant celui de l'administrateur en nom propre que celle du représentant permanent d'une personne morale administrateur – l'un et l'autre étant soumis par la loi aux mêmes obligations. En d'autres termes, ce n'est pas parce qu'elle représente une personne morale ayant été désignée administrateur – et en particulier un actionnaire – que la personne physique participant aux délibérations du conseil se trouve a priori dispensée de son devoir de discrétion. Sans doute peut-elle partager avec la personne morale qu'elle représente, afin de recueillir ses instructions, certaines informations communiquées à titre préparatoire aux administrateurs en amont du conseil. Mais elle est astreinte à la même discrétion que tous les autres lorsque le président, en séance, désigne telle ou telle information comme strictement réservée aux membres du conseil.* » Dans un second article (Le obligations de confidentialité des administrateurs des sociétés cotées, Décideurs juridiques, septembre 2019), Armand Grumberg et François Barrière écrivent comme suit : « *Aucun fait justificatif pour déroger à cette confidentialité n'existe lorsqu'une personne physique a été élue administrateur, fut-ce portée par un actionnaire (personne morale) de référence. Autrement dit, la personne physique administrateur ne peut pas faire part à « son » actionnaire personne morale des informations obtenues. Cela est parfaitement logique : la règle de discrétion a pour objet de protéger la société auprès de laquelle siège une personne contre des divulgations d'informations la concernant. Elle ne souffre donc pas d'exception. Pourrait-il en être différemment pour ne le représentant personne physique d'une personne morale nommée administratrice? Peut-il transmettre à cette dernière les informations reçues? La réponse n'est pas nette. L'obligation de discrétion s'applique-t-elle à ce représentant de manière absolue? La personne morale devrait-elle tout de même pouvoir recevoir un compte-rendu de son représentant personne physique, mandataire de ladite personne morale membre du conseil d'administration? Cette problématique s'applique tant aux actionnaires ayant la qualité de société commerciale qu'à l'État (à ce titre, les « Règles de gouvernance régissant les relations de l'Agence des participations de l'état et des entreprises à participation de l'État » gagneraient à prévoir un engagement de confidentialité quant aux informations recueillies) ».*

Piste de réflexion

Une réflexion pourrait être initiée afin de préciser l'étendue des obligations de discrétion auquel le représentant permanent d'une personne morale administrateur est tenu dans le cadre de l'exercice de ses fonctions. Le cadre juridique relatif au représentant permanent relevant à la fois du droit des sociétés et du droit boursier du fait de la possible transmission d'informations privilégiées, l'AMF propose de saisir le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) afin d'engager une réflexion sur ce sujet.

1.1.2. Les mesures prises par les sociétés pour faciliter les échanges au sein du conseil

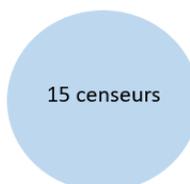
L'AMF constate que 17 sociétés sur les 40 de l'échantillon ont nommé un administrateur référent (soit 11 sociétés du CAC 40 et 6 sociétés du SBF 120). Un des rôles de cet administrateur est de contribuer au bon fonctionnement du conseil et notamment de faciliter le dialogue au sein du conseil entre les administrateurs, voire avec les administrateurs représentant les actionnaires au sein du conseil. À titre d'exemple, une société précise que « *l'administrateur référent peut être sollicité par les autres administrateurs pour des entretiens individuels et ce, aussi souvent qu'ils le jugent nécessaire et les administrateurs sont régulièrement interrogés sur leur niveau de dialogue avec l'administrateur référent. Afin d'enrichir encore le dialogue avec les principaux actionnaires, ceux-ci ont la possibilité, sur demande, de s'entretenir avec l'administrateur référent* ».



À titre subsidiaire, on notera que l'ensemble des administrateurs est très impliqué dans les travaux du conseil. L'AMF constate, au sein de l'échantillon, que le taux d'assiduité moyen au conseil est de 94 %, et le taux d'assiduité moyen aux comités de 95%.

1.1.3. La nomination de censeurs

En étudiant la composition des conseils, l'AMF constate que 11 sociétés de l'échantillon ont un ou plusieurs censeurs et que les conseils de l'échantillon comprennent au total 15 censeurs au 31 décembre 2018 :



Les raisons avancées par les sociétés pour expliquer la nomination d'un censeur sont variées :

- une société a ainsi nommé deux censeurs ayant des liens familiaux avec l'actionnaire majoritaire en précisant que : « *ainsi, sous réserve d'un vote favorable de l'Assemblée Générale du 26 avril 2019 pour cette nomination, 44 % de membres du Conseil de surveillance seront indépendants (pour le calcul de cette proportion, les censeurs ne sont pas pris en compte) à l'issue de cette Assemblée* » ;

- certaines sociétés évoquent l’apport de connaissances supplémentaires et de compétences utiles au conseil. Par exemple, une société indique que : « *Les censeurs sont nommés par le Conseil d’administration et ont pour mission principale de participer, en tant que de besoin, aux réunions du Conseil d’administration, pour y apporter les informations nécessaires, leur expertise et leur connaissance des différents métiers du Groupe* » ;
- une société avance la nécessité de censeurs au conseil pour mieux représenter le maillage géographique du territoire français dont elle dispose : « *Leur présence exprime à la fois la volonté d’enrichir la représentation géographique des Caisses régionales au sein du Conseil [...]* » ;
- enfin, trois sociétés de l’échantillon, dont deux du CAC 40, semblent utiliser la fonction de censeur comme tremplin ou étape préalable à la fonction d’administrateur même si cela est diversement expliqué : « *[...] elle constitue un vivier d’administrateurs potentiels dans la perspective de la succession des administrateurs en postes* ».

L’AMF relève que cette pratique se développe dans le contexte susmentionné de réduction du nombre d’administrateurs. Elle permet également, pour certaines sociétés, d’assurer la présence de certaines personnes au conseil (qui ne sont pas comptabilisés comme des administrateurs), tout en se conformant plus facilement aux critères du code AFEP-MEDEF sur le pourcentage d’indépendants et aux exigences de la loi Copé-Zimmerman sur la représentation équilibrée entre hommes et femmes au sein du conseil. Une société mentionne, par exemple, qu’un administrateur ne répondant plus aux critères pour satisfaire au statut d’administrateur indépendant a démissionné de sa fonction pour être nommé en qualité de censeur : « *En janvier 2017, l’un des membres indépendants du Comité a démissionné de son mandat d’administrateur et l’a réintégré après sa nomination en tant que censeur par l’Assemblée générale du 13 juin 2017* ». D’aucuns pourraient considérer que la multiplication récente du nombre de censeurs pourrait, dans certains cas, procéder d’une volonté, dans la composition des conseils d’administration *lato sensu*, de s’affranchir, pour ne pas dire de contourner, certaines dispositions légales impératives. Quelle que soit l’intention des émetteurs concernés, il faut à tout le moins remarquer que la multiplication récente du nombre de censeurs au sein des conseils d’administration a, en pratique, un tel effet, *i.e.* celui d’accroître le nombre de participants d’un conseil d’administration non soumis à la contrainte de certaines dispositions légales afférentes aux administrateurs tout en présentant les inconvénients propres au caractère pléthorique du conseil d’administration (risque d’inefficacité et de dilution des responsabilités).

Tous les investisseurs n’ont pas la même approche à l’égard des censeurs. Certains investisseurs ou agence de conseil en vote ne les acceptent que dans des situations transitoires précises comme l’indiquent les politiques de vote de trois d’entre eux⁸¹.

Le développement de cette pratique interroge, pour différentes raisons :

- Ces censeurs qui assistent au conseil ne sont pas nécessairement tenus aux mêmes règles de confidentialité et de discrétion que les administrateurs. Bien que leur voix ne soit que consultative, il pourrait être utile de leur appliquer les règles d’abstention en cas de conflit d’intérêts.

Dans l’échantillon, parmi les sociétés disposant d’un censeur au 31 décembre 2018, seules deux apportent des détails sur l’encadrement du rôle des censeurs dans leur document de référence.

⁸¹ 1. **ISS, Continental Europe – Proxy Voting Guidelines** : « *Election of Censors (France) – For widely held companies, ISS will generally recommend a vote against proposals seeking shareholder approval to elect a censor, to amend bylaws to authorize the appointment of censors, or to extend the maximum number of censors to the board. However, ISS will recommend a vote on a case-by-case basis when the company provides assurance that the censor would serve on a short-term basis (maximum one year) with the intent to retain the nominee before his/her election as director. In this case, consideration shall also be given to the nominee’s situation (notably overboarding or other factors of concern). In consideration of the principle that censors should be appointed on a short-term basis, vote against any proposal to renew the term of a censor or to extend the statutory term of censors* ».

2. **BlackRock, Proxy voting guidelines for European, Middle Eastern, and African securities, January 2019** : « *Censors: BlackRock recognises that there are circumstances under which companies might want to appoint censors and that censors are appointed for transitional/interim periods. However, we may vote against censor appointment if the appointment is not twined with sufficient levels of disclosure that would allow BlackRock to assess the reasons for the appointment, terms of the appointment, and any links that the censor might have with the company* ».

3. **AFG, Recommandations sur le gouvernement d’entreprise, janvier 2019, Titre II – le conseil d’administration ou de surveillance, D. Organiser et responsabiliser le conseil, 4. Réunions du conseil** : « *La présence de censeurs au conseil doit rester exceptionnelle, et faire l’objet de justifications précises à l’égard des actionnaires préalablement à l’assemblée générale* ».

Dans une approche qui peut être qualifiée de prudente, une société insiste, plus que les autres qui sont dans la même situation, sur les obligations et contraintes auxquelles sont tenus ses censeurs. Cette même société exclut la présence des censeurs dans le comité d'audit. Par ailleurs, elle assimile les censeurs à des administrateurs et rappelle qu'ils sont assujettis à l'encadrement du règlement n°596/2014 dit abus de marché : « *Ils reçoivent la même information que les autres membres du conseil d'administration. Ils peuvent être nommés membres des comités, à l'exception du comité d'audit et des risques. Ils doivent agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise. Ils sont tenus à la même obligation générale de confidentialité qui pèse sur les administrateurs, ainsi qu'aux limitations relatives à leurs interventions sur les titres de la société* ».

- Certaines sociétés semblent nommer des censeurs afin que des actionnaires de référence soient assurés d'une présence au conseil sans obtenir l'assentiment de l'assemblée générale. Ainsi, une société du SBF 120 met en avant un accord avec l'un de ses actionnaires de référence comme justification à la présence d'un censeur au conseil. Cet actionnaire est ainsi représenté au conseil par une administratrice et un censeur : « *Le censeur a été nommé au conseil d'administration conformément à l'accord passé entre la Société et la Caisse de Dépôt et Placement du Québec décrit au paragraphe 6.1.2.1 du Document de référence. Cette nomination vise à concilier le besoin de l'accès à l'information de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec, premier actionnaire de la Société, tout en préservant une représentation équilibrée des administrateurs au sein du conseil dont un nombre significatif d'administrateurs indépendants* ».

De façon plus générale, l'AMF constate que sur les 11 sociétés ayant des censeurs, 7 d'entre elles ont fait le choix de le nommer en conseil d'administration et 4 ont choisi de faire approuver sa nomination par l'assemblée générale. Cette soumission au vote de l'assemblée générale de la nomination d'un censeur permet de connaître l'avis des actionnaires de la société sur cette démarche⁸² et de conférer une certaine légitimité à une telle nomination. Un censeur dont la nomination a été soumise à l'assemblée générale 2019 n'a obtenu qu'un taux d'approbation de 66,1%.

- L'assimilation des censeurs aux administrateurs peut parfois aller plus loin. Une société indique ainsi qu'elle procède à un examen du profil de ses censeurs pour déterminer s'ils peuvent être qualifiés ou non d'indépendants : « *Le Conseil d'Administration a également procédé le 13 février 2019 et le 19 mars 2019 à un examen de la situation des deux censeurs au regard des mêmes critères d'indépendance* ». Elle rappelle qu'elle est attachée à maintenir un équilibre en termes d'indépendance, de diversité et de parité parmi ses membres : « *Le Conseil d'Administration a pour objectif de renforcer la diversité et la complémentarité des compétences, de maintenir une diversité d'âges, de nationalités, d'expériences internationales et une représentation équilibrée des femmes et des hommes* ».

Une société s'est posé la question de l'opportunité de nommer un censeur au conseil et y a renoncé en avançant comme argument que cette fonction recoupe les missions déjà dévolues aux administrateurs.

- L'AMF note également que plusieurs sociétés de l'échantillon rémunèrent leurs censeurs. À cet égard, l'AMF rappelle et réitère les développements déjà exposés par la Commission des opérations de bourse en 1978 selon lesquels la rémunération des censeurs, lesquels ne représentent pas les organes légaux, ne pourrait être supportée directement par la société que si elle correspond à des services effectifs rendus à la société et dont la justification pourrait être apportée⁸³.

⁸² Toutefois, une agence en conseil de vote (Proxinvest) s'oppose à la nomination d'un censeur par l'assemblée générale. Elle n'est toutefois pas défavorable à la nomination d'un censeur s'il est nommé par le conseil et révoquant à la demande d'un administrateur sans qu'il soit besoin d'attendre la prochaine assemblée générale. Proxinvest, Principes de gouvernement d'entreprise et Politiques de vote 2019 : « 2.3. Élection ou réélection d'un censeur : contre la proposition (Proxinvest n'est toutefois pas défavorable à la nomination par le conseil d'un censeur qui serait révoquant à la demande d'un seul membre du conseil et qui ne bénéficierait pas de la protection de mandat qu'offre le processus de nomination via l'assemblée générale) ».

⁸³ Bull. mensuel de la Commission des opérations de bourse, mars 1978, n°102, p. 14

Recommandation

L'AMF a déjà émis une recommandation à l'attention des sociétés qui ont nommé un ou plusieurs censeurs en leur demandant de décrire précisément leurs modes de désignation, missions et prérogatives, par exemple dans les développements consacrés à l'activité et à l'évaluation du conseil⁸⁴. L'AMF recommande, en complément, aux sociétés qui recourent à un ou plusieurs censeurs ou envisagent d'y recourir de s'interroger sur l'opportunité de cette pratique et si elles le font, de s'assurer :

- que ces censeurs connaissent la réglementation relative aux abus de marché, et plus spécifiquement les règles d'abstention de communication d'une information privilégiée, et
- que des mesures de gestion des conflits d'intérêts sont mises en place afin d'éviter que des censeurs n'assistent aux débats alors qu'ils sont en situation de conflits d'intérêts, y compris potentiels.

Piste de réflexion

L'AMF constate une ambiguïté sur le rôle et le statut du censeur. Elle renouvelle son invitation adressée à l'AFEP et au MEDEF afin que ces derniers engagent une réflexion (i) sur l'opportunité d'appliquer aux censeurs certaines des règles auxquelles sont soumis les administrateurs ou analysent, dans quelles conditions, ils seraient assimilables à des conseils externes dont l'avis serait au cas par cas sollicité et dans quelles conditions ils pourraient alors intervenir, (ii) ainsi que sur leur rôle.

1.2. La prévention des conflits d'intérêts⁸⁵

Un certain nombre de règles encadre les échanges au sein du conseil, dans le but de maintenir un dialogue interne de qualité tout en évitant que celui-ci ne soit détourné au profit d'intérêts particuliers.

En effet, plus l'administrateur est susceptible de se retrouver en situation de conflits d'intérêts (participation dans l'entreprise, relations d'affaires ou risque de concurrence avec l'entreprise, proximité avec le management, etc.), plus il est important pour les sociétés de mettre en place une série de mesures afin de gérer les conflits d'intérêts, y compris potentiels. À titre d'exemple, pour une société contrôlée, l'article 2.4 du code AFEP-MEDEF précise que « lorsqu'une société est contrôlée par un actionnaire majoritaire (ou un groupe d'actionnaires agissant de concert), celui-ci assume une responsabilité propre à l'égard des autres actionnaires, directe et distincte de celle du conseil d'administration. Il veille avec une attention particulière à prévenir les éventuels conflits d'intérêts et à tenir compte de tous les intérêts ». La question des conflits d'intérêts se divise en plusieurs problématiques qui sont présentées ci-après.

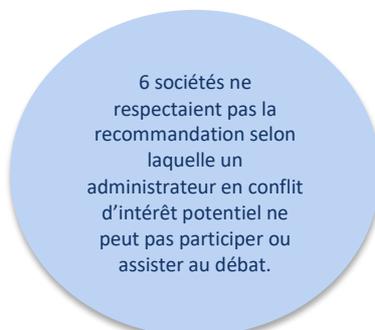
□ La gestion des conflits d'intérêts dans le règlement intérieur du conseil

L'article 19 (relatif à la déontologie des administrateurs) du code AFEP-MEDEF, mis à jour en juin 2018, prévoit qu'en situation de conflit d'intérêts, même potentiel, les administrateurs concernés doivent s'abstenir de participer au vote du conseil mais également, et c'est là la nouveauté, d'assister aux débats qui précèdent le vote : « l'administrateur a l'obligation de faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêts même potentiel et s'abstient d'assister au débat et de participer au vote de la délibération correspondante ». Le fait que la personne en situation de conflit d'intérêts (potentiel ou avéré) s'abstienne d'assister au débat et au vote permet d'éviter que les décisions du conseil d'administration ne soient prises par des administrateurs qui possèdent des intérêts distincts de ceux de la société, susceptibles de les influencer dans leur prise de décision. La simple présence de la personne intéressée lors des délibérations est susceptible d'influencer les débats et la décision arrêtée par le conseil. Pour cette raison, un administrateur en situation de conflit d'intérêts, même potentiel, doit s'abstenir de participer non seulement au vote mais également d'assister à la délibération précédant le vote en question.

⁸⁴ Recommandation AMF DOC 2012-02 : Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF.

⁸⁵ Ces constats ont été faits à partir des documents de référence ainsi que des informations publiées sur les sites internet des sociétés au premier semestre 2019.

L'AMF constate que 8 sociétés de l'échantillon n'avaient pas, au 30 juin 2019, mis leur règlement intérieur en conformité avec le code dans sa version révisée.



Dans 4 sociétés, le règlement intérieur n'interdisait pas à un administrateur en situation de conflit d'intérêts potentiel de participer aux débats (**ALTRAN**⁸⁶, **SPIE**, **PERNOD RICARD** et **MAISONS DU MONDE**). Néanmoins, à la suite des observations de l'AMF, **MAISONS DU MONDE** et **PERNOD RICARD** ont modifié le règlement intérieur de leur conseil respectivement en juillet 2019 et en août 2019. **ALTRAN** et **SPIE** se sont engagés à le faire avant la fin de l'année 2019.

Dans 2 autres sociétés, le règlement intérieur n'interdit pas à un administrateur en situation de conflit d'intérêts d'assister aux débats (**DANONE** et **MERCIALYS**). Cette présence, lors des délibérations, est, elle aussi, susceptible d'avoir une influence sur le vote qui en découle. Suite aux observations de l'AMF, **DANONE** a modifié son règlement intérieur. **MERCIALYS** n'a pas fourni d'explications satisfaisantes à ce sujet.

Certaines explications fournies par les sociétés pour justifier du non-respect de cette recommandation ne semblent pas acceptables. Ainsi, des justifications tirées d'un devoir de loyauté ou d'une exigence de bonne information des administrateurs ne sont pas de nature à permettre à un administrateur en situation de conflit d'intérêts, même potentiel, d'assister aux délibérations en cause. Le faible poids de l'administrateur concerné ou le fait que l'information à laquelle il aurait accès ne lui bénéficierait pas directement ne sont également pas recevables. Ces explications sont, en effet, sans lien avec l'objectif de nécessaire prévention et gestion des conflits d'intérêts.

□ La gestion des conflits d'intérêts par la présence d'un administrateur référent

La société peut également prévoir dans le règlement intérieur de son conseil la désignation d'un administrateur référent parmi les administrateurs indépendants. L'une de ses missions peut consister à prévenir et à gérer les conflits d'intérêts afin qu'ils soient étudiés par le conseil.

Si la déclaration du conflit d'intérêts doit d'abord être faite par l'administrateur lui-même, 17 sociétés ont nommé un administrateur référent dont l'une des missions est de contribuer à identifier et à analyser les éventuelles situations de conflits d'intérêts au sein du conseil.

Le code AFEP-MEDEF, dans son article 3.2 prévoit que : « *les sociétés à conseil d'administration ont le choix entre la dissociation et l'unicité des fonctions de président et de directeur général. La loi ne privilégie aucune formule et donne compétence au conseil d'administration pour choisir entre les deux modalités d'exercice de la direction générale. Il appartient au conseil de se prononcer et d'expliquer sa décision. Le conseil peut désigner un administrateur référent parmi les administrateurs indépendants, notamment lorsqu'il a été décidé de l'unicité des fonctions. En cas de dissociation des fonctions de président et de directeur général, les missions confiées, le cas échéant, au président du conseil en sus de celles conférées par la loi, sont décrites* ». L'AMF constate que deux sociétés de l'échantillon, qui ont décidé de l'unicité des fonctions, n'ont pas nommé d'administrateur référent. Dans la première société, la gestion des conflits d'intérêts est dévolue à l'ensemble du conseil et dans la seconde, au PDG.

⁸⁶ À noter que, dans le cadre de l'offre au public, la note en réponse 219 visa n°19-490 (page 27) indique que les administrateurs en conflits d'intérêts potentiels n'ont pas assisté aux débats ni participé au vote lorsque le conseil s'est prononcé sur l'intérêt de l'offre pour les actionnaires.

□ La gestion des conflits d'intérêts par le régime des conventions réglementées

Pour prévenir et éviter les situations de conflits d'intérêts, les conventions conclues avec les administrateurs, les dirigeants ou un actionnaire détenant plus de 10% des droits de vote, sont soumises à la procédure des conventions réglementées, à moins qu'il ne s'agisse de conventions courantes, conclues à des conditions normales : « *Toute convention intervenant directement ou par personne interposée entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs, l'un de ses actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 10 % ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l'article L. 233-3, doit être soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration. Il en est de même des conventions auxquelles une des personnes visées à l'alinéa précédent est indirectement intéressée [...]* »⁸⁷.

À ce titre, l'autorisation préalable du conseil d'administration doit être motivée en justifiant de l'intérêt de la convention pour la société, notamment en précisant les conditions financières qui y sont attachées.

L'AMF constate que la société **VIVENDI** indique que les relations d'affaires « *entre le Groupe Havas, dont M. Yannick Bolloré est le Président-Directeur général, le Groupe Bolloré dont M. Vincent Bolloré est le Président-Directeur général, et certaines filiales de Vivendi [...]* s'inscrivent dans le cadre de relations commerciales courantes conclues à des conditions normales de marché et ne sont pas susceptibles d'engendrer des conflits d'intérêts avérés ou potentiels entre Vivendi et MM. Yannick et Vincent Bolloré ». L'affirmation de l'absence de conflit d'intérêts devrait être complétée de la publication d'éléments tangibles sur les éléments retenus par la société pour qualifier ces relations commerciales de courantes et conclues à des conditions normales. De plus, l'AMF souhaite rappeler que même des relations d'affaires conclues à des conditions normales sont susceptibles, en particulier si elles sont significatives pour l'une ou l'autre des parties, d'engendrer des conflits d'intérêts et qu'il est donc nécessaire pour les sociétés d'explicitier les raisons qui les poussent à affirmer qu'il n'y a pas de conflit d'intérêts.

Dans une société de l'échantillon, l'assemblée générale n'avait pas approuvé, en 2018, la convention de prestation de services conclue entre la société et l'un de ses administrateurs. Cette convention, ayant été conclue sous la condition suspensive de son approbation par l'assemblée générale et ne l'ayant pas obtenue, a été déclarée caduque par le conseil et l'administrateur a dû restituer les sommes indûment perçues.

Enfin, l'AMF rappelle qu'elle recommande aux émetteurs de soumettre à l'approbation des actionnaires une résolution spécifique pour statuer sur la conclusion d'une convention lorsque celle-ci est significative, en raison de son montant ou de ses autres caractéristiques, pour l'émetteur concerné (voir partie 3 du rapport).

□ La gestion des conflits d'intérêts par la mesure de l'indépendance

Conformément au code de commerce, le conseil a pour fonction de « *détermine[r] les orientations de l'activité de la société et [de] veille[r] à leur mise en œuvre, conformément à [l'] intérêt social [de la société]* »⁸⁸. Les administrateurs réunis en conseil doivent collégialement agir dans l'intérêt social de la société et non pas dans un intérêt particulier. Le « *conseil [doit pouvoir] procéde[r] aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns*⁸⁹ ».

Aussi, pour que le conseil puisse mener à bien la mission de contrôle qui lui incombe, il est primordial qu'il soit exempt de conflits d'intérêts et indépendant à la fois vis-à-vis du management, des actionnaires et des diverses parties prenantes.

Le code AFEP-MEDEF énonce à l'article 8.2 qu'un « *administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement [...]* ».

⁸⁷ Article L. 225-38 du code de commerce (article L. 225-86 pour les sociétés anonymes à conseil de surveillance et article L. 226-10 pour les sociétés en commandite par actions).

⁸⁸ Article L. 225-35 al.1 du code de commerce.

⁸⁹ Article L. 225-35 al.3 du code de commerce.

Cette liberté de jugement peut être délicate à apprécier en pratique. À titre d'exemple, il est difficile de savoir si l'absence récurrente d'opposition ou de critique, de la part d'un administrateur, aux décisions du management reflète ou non une liberté de jugement.

Pour faciliter cette appréciation de l'indépendance de l'administrateur, l'article 8.3 du code indique que « *des administrateurs représentant des actionnaires importants de la société ou de sa société mère peuvent être considérés comme indépendants dès lors que ces actionnaires ne participent pas au contrôle de la société. Toutefois, au-delà d'un seuil de 10% en capital ou en droits de vote, le conseil, sur rapport du comité des nominations, s'interroge systématiquement sur la qualification d'indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel* ».

Ainsi, l'administrateur représentant un actionnaire contrôlant ne peut pas être qualifié d'indépendant. À l'inverse l'administrateur représentant un actionnaire détenant moins de 10% du capital et des droits de votes est présumé l'être. En revanche, le sujet de l'indépendance ou non de l'administrateur représentant un actionnaire non-contrôlant qui dépasse 10% en capital ou en droits de vote n'est pas tranché par des dispositions du code AFEP-MEDEF.

Les sociétés doivent alors indiquer de quelle façon elles ont apprécié l'indépendance des administrateurs. À ce titre, une société de l'échantillon indique qu'après analyse, elle a considéré comme indépendants les administrateurs représentants d'un groupe qui avait franchi passivement le seuil de détention de 10% en droits de vote de la société. L'AMF considère comme insuffisante l'explication faisant référence à l'absence de contrôle et de lien avec les autres actionnaires ainsi qu'à la non-participation, en qualité de président, dans les comités et la non-présence au sein du comité des nominations. Le code AFEP-MEDEF fait, en effet, référence à une appréciation au regard de la composition du capital et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel.

L'AMF considère également comme peu recevable l'argument selon lequel un actionnaire siégeant au conseil serait indépendant parce que d'autres actionnaires – non-représentés au conseil – ont un pourcentage en capital ou en droit de vote similaire au premier.

L'AMF constate ainsi que les sociétés peuvent rencontrer des difficultés dans l'appréciation de l'indépendance des administrateurs représentant les actionnaires détenant plus de 10% du capital ou des droits de vote. Il peut être noté à cet égard que l'approche est différente dans d'autres pays dans lesquels un actionnaire disposant plus de 10% des droits de vote ne pourrait pas être considéré comme un administrateur indépendant.

Comparaison européenne

À titre de comparaison, les codes de gouvernance des Pays-Bas et de l'Allemagne sont plus stricts que le code AFEP-MEDEF sur le critère de l'indépendance. Ils considèrent qu'un administrateur, pour être qualifié d'indépendant, ne doit pas représenter un actionnaire ayant plus de 10% du capital pour le premier pays⁹⁰ et 10% des droits de vote pour le second pays⁹¹.

⁹⁰ The Dutch Corporate Governance Code du 1^{er} janvier 2018, établi par le « Corporate Governance Code Monitoring Committee » aux Pays-Bas prévoit que: " *The composition of the supervisory board is such that the members are able to operate independently and critically vis-à-vis one another, the management board, and any particular interests involved.*

In order to safeguard its independence, the supervisory board is composed in accordance with the following criteria:

- i. any one of the criteria referred to in best practice provision 2.1.8, sections i. to v. inclusive should be applicable to at most one supervisory board member;*
- ii. the total number of supervisory board members to whom the criteria referred to in best practice provision 2.1.8 are applicable should account for less than half of the total number of supervisory board members; and*
- iii. for each shareholder, or group of affiliated shareholders, who directly or indirectly hold more than ten percent of the shares in the company, there is at most one supervisory board member who can be considered to be affiliated with or representing them as stipulated in best practice provision 2.1.8, sections vi. and vii.*

2.1.8 Independence of supervisory board members

A supervisory board member is not independent if they or their spouse, registered partner or life companion, foster child or relative by blood or marriage up to the second degree: [...] vi. has a shareholding in the company of at least ten percent, taking into account the shareholding of natural persons or legal entities cooperating with him or her on the basis of an express or tacit, verbal or written agreement;

vii. is a member of the management board or supervisory board – or is a representative in some other way – of a legal entity which holds at least ten percent of the shares in the company, unless the entity is a group company." (pages 20-21)

⁹¹ L'Allemagne publie par l'intermédiaire de la « Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex » un code de corporate gouvernance mis à jour en mai 2019. Cette commission a été créée par le Ministère fédéral allemand de la Justice en 2001. Elle est composée d'administrateurs et managers de sociétés cotées allemandes, de leurs parties prenantes (investisseurs professionnels et petits épargnants, d'universitaires, de commissaires aux comptes et de représentants des organisations

Piste de réflexion

L'AMF constate que l'appréciation au cas par cas de l'indépendance des administrateurs détenant plus de 10% du capital ou des droits de vote reste délicate.

L'AMF estime souhaitable que l'AFEP et le MEDEF modifient la rédaction du code AFEP-MEDEF sur ce point en supprimant la possibilité de qualification d'administrateur indépendant au-delà de 10% de détention du capital ou des droits de vote ou, *a minima*, que l'AFEP, le MEDEF ou le HCGE clarifient les éléments d'appréciation de l'indépendance d'un actionnaire qui détiendrait plus de 10% du capital ou des droits de vote de la société.

Enfin, et pour revenir sur le sujet du représentant de l'actionnaire personne morale évoqué ci-dessus, il importe de noter que les sociétés doivent évaluer l'indépendance de l'actionnaire, mais également l'indépendance du représentant permanent qui le représente. L'AMF a observé le cas d'une société dans laquelle, un actionnaire personne morale siégeant au conseil et représentant 9,71% du capital et des droits de vote, qui aurait pu être qualifié d'indépendant, s'est fait représenter par un représentant permanent qui avait été le directeur général délégué de la société au cours des 5 dernières années. Cette personne physique ne satisfaisant pas les critères du code AFEP-MEDEF pour être considérée comme indépendante vis-à-vis de la société, l'administrateur personne morale a donc été considéré, à juste titre, comme non-indépendant par la société.

2. LE DIALOGUE PERMANENT

Cette seconde partie étudie la façon dont la société organise le dialogue permanent avec ses actionnaires (2.1) ainsi que l'information fournie sur le résultat de ce dialogue (2.2). L'AMF constate, à partir des informations fournies dans les documents de référence et les communiqués de presse des sociétés de l'échantillon, que le dialogue avec les actionnaires et les parties prenantes est désormais au cœur de la communication des sociétés.

2.1. La personne en charge du dialogue

Le dialogue entre les investisseurs, les sociétés cotées et les agences de conseil en vote (les « *proxys* ») a profondément évolué au cours des dernières années. Il était, jusqu'à présent, initié par la direction de la société, le service des relations avec les investisseurs, voire par le secrétaire général.

- **Le rôle prépondérant de la direction générale et des équipes dans les relations avec les principaux investisseurs est toujours mis en avant.** Les sociétés présentent dans leur document de référence les réunions d'informations et les « *road shows* » qu'elles organisent soit au moment de l'annonce des résultats, soit à l'occasion de réunions thématiques au cours desquelles la direction présente la stratégie du groupe. Les sociétés présentent également l'action de leurs services « *relations investisseurs* » et « *relations actionnaires* ». De

syndicales). Ce code prévoit que : "C.6 The Supervisory Board shall include what it considers to be an appropriate number of independent members from the group of shareholder representatives, thereby taking into account the shareholder structure.

Within the meaning of this recommendation, a Supervisory Board member is considered independent if he/she is independent from the company and its Management Board, and independent from any controlling shareholder.C.7 More than half of the shareholder representatives shall be independent from the company and the Management Board. [...].

C.9 If the company has a controlling shareholder, and the Supervisory Board comprises more than six members, at least two shareholder representatives shall be independent from the controlling shareholder. If the Supervisory Board comprises six members or less, at least one shareholder representative shall be independent from the controlling shareholder. A Supervisory Board member is considered independent from the controlling shareholder if he/she, or a close family member, is neither a controlling shareholder nor a member of the executive governing body of the controlling shareholder, and does not have a personal or business relationship with the controlling shareholder that may cause a substantial – and not merely temporary – conflict of interest..

III. Elections to the Supervisory Board

Recommendations:

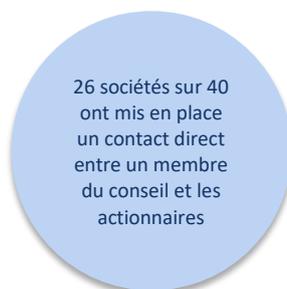
C.13

In its election proposals to the General Meeting, the Supervisory Board shall disclose the personal and business relationships of every candidate with the company, the governing bodies of the company, and any shareholders with a material interest in the company. The disclosure recommendation is limited to information and circumstances that, in the opinion of the Supervisory Board, an objectively judging shareholder would consider decisive for their election decision. A material interest in the meaning of this recommendation refers to shareholders who directly or indirectly hold more than 10% of the voting shares of the company. "

même, et plus généralement, elles présentent le dialogue avec les parties prenantes, qui est au cœur de leur démarche de responsabilité sociale et environnementale.

Le code AFEP-MEDEF a été modifié en juin 2018 afin de répondre aux demandes des actionnaires souhaitant un dialogue direct avec des membres du conseil d'administration notamment sur les sujets de gouvernement d'entreprise, et pour accompagner dans le même temps le développement de cette pratique. Il précise désormais qu'un tel dialogue peut être confié au président du conseil ou, le cas échéant à l'administrateur référent, ces derniers devant rendre compte au conseil, dans sa formation collégiale, de leur mission (« *Les relations des actionnaires avec le conseil d'administration notamment sur les sujets de gouvernement d'entreprise peuvent être confiées au président du conseil d'administration ou, le cas échéant, à l'administrateur référent. Celui-ci rend compte au conseil d'administration de cette mission*⁹² »).

- **La mise en place d'une relation directe entre un membre du conseil et les actionnaires est une pratique qui se développe rapidement. 26 sociétés ont désigné un interlocuteur entre les actionnaires et le conseil (soit 14 sociétés du CAC 40 et 12 sociétés du SBF 120).**



Parmi ces sociétés, 3 d'entre elles ont instauré ce dialogue très récemment, début 2019. Elles le justifient par la demande des investisseurs. À titre d'exemple, une société indique dans son document de référence que : « *Depuis le 19 février 2019, le règlement intérieur a été modifié pour permettre au(x) Vice-Président(s) ou, le cas échéant, à l'Administrateur Référent de répondre aux demandes des actionnaires souhaitant un dialogue direct avec les membres du Conseil* ». Dans un contexte où un fonds activiste est monté au capital d'une société, celle-ci a renforcé sa gouvernance en créant la fonction d'administrateur référent en charge du dialogue actionnarial.

À l'inverse, il apparaît, à la lecture des documents de référence des sociétés de l'échantillon, que 14 sociétés dont 6 sociétés du CAC 40 et 8 sociétés du SBF 120, continuent à confier exclusivement cette mission à leur PDG ou à leur Directeur général, assisté des équipes opérationnelles.

Certaines sociétés justifient ce choix. À titre d'exemple, une société du CAC 40 précise que « *les administrateurs considèrent que la procédure actuelle (réunions pilotées par le Département en charge de la communication financière et des relations avec les actionnaires) est satisfaisante. Ils apprécient qu'un compte-rendu détaillé de leurs attentes soit fait en comités et au conseil par le secrétaire du conseil qui participe à ces réunions* ».

Dans l'échantillon, ce sont surtout les sociétés dans lesquelles aucun actionnaire ne détient plus de 30% du capital qui ont désigné une personne en charge du dialogue au sein du conseil⁹³ :

⁹² Article 4.4 du code AFEP MEDEF

⁹³ Pour les besoins de cette étude, les sociétés ont été considérées comme contrôlées dès lors qu'un actionnaire agissant seul ou de concert détient 30% ou plus des droits de vote. 14 sociétés de l'échantillon sont considérées comme contrôlées.

Quelles sociétés de l'échantillon ont désigné une personne en charge du dialogue au sein du conseil ?



Parmi les sociétés qui ont désigné une personne en charge du dialogue au sein du conseil, l'impact de la taille de l'entreprise ne semble que peu influencer, même si les sociétés du CAC 40 paraissent un peu plus concernées que celles du SBF 120 :

Dans l'échantillon, les sociétés qui ont désigné une personne en charge du dialogue au sein du conseil sont à hauteur de :



- **L'AMF constate que, parmi les 26 sociétés ayant nommé un administrateur en charge du dialogue, cette mission est souvent confiée à l'administrateur référent, quand un tel administrateur est nommé.**

15 d'entre elles (10 sociétés du CAC 40 et 5 sociétés du SBF 120) ont donné ce rôle à l'administrateur référent⁹⁴. Dans les 11 autres cas, cette mission est assurée par le président du conseil d'administration ou de surveillance. Enfin, l'AMF constate, dans 4 sociétés, que le président du conseil d'administration demeure un interlocuteur avec les actionnaires, y compris lorsqu'un administrateur référent a été nommé.

Alors que l'administrateur référent a d'abord été nommé dans les sociétés dans lesquelles les fonctions de président et de directeur général sont unifiées, le mode d'organisation de la société ne semble avoir que peu d'impact sur le choix opéré par les sociétés. Parmi les 14 sociétés qui n'ont pas mis en place ce dialogue avec le conseil, 7 d'entre elles (dont deux du CAC 40) ont unifié ces fonctions et 7 ont dissocié les rôles.

⁹⁴ Ainsi, dans deux sociétés de l'échantillon, l'administrateur référent n'est pas en charge du dialogue.

2.2. Le contenu du dialogue

Certaines sociétés du CAC 40 précisent que les échanges avec l'administrateur référent ne portent que sur des sujets de gouvernance⁹⁵.

Il appartient, en effet, aux sociétés de déterminer, en fonction des attentes des actionnaires, quelle est la personne la plus à même d'évoquer les sujets avec les différents investisseurs. Pour autant, et sous réserve de ne pas divulguer d'information privilégiée, il demeure important d'engager des discussions avec les actionnaires sur tous les sujets d'attention de ces derniers, tels que la stratégie et la performance, et de ne pas se limiter aux seuls sujets de gouvernance.

Connaître les préoccupations des investisseurs permet, en effet, aux sociétés d'anticiper les demandes d'actionnaires ou d'activistes et d'avoir des éléments de réponse à leur fournir.

L'AMF rappelle qu'elle recommande aux sociétés de « recevoir, dans la mesure du possible, postérieurement à la tenue de l'assemblée, les actionnaires qui le souhaitent pour discuter des éventuels désaccords portant sur des points importants abordés en assemblée afin d'en tirer, le cas échéant, des enseignements en vue de l'assemblée suivante »⁹⁶.

2.3. L'information du conseil

Dans son article 3.3, le code AFEP-MEDEF prévoit que cet administrateur « rend compte au conseil d'administration de cette mission ». L'objectif est, en effet, que le conseil soit informé des attentes et positions des principaux investisseurs et agences en conseil de vote (« proxy advisors ») exprimées lors des rencontres avec la société. Cela lui permet, d'une part de confirmer les choix de gouvernance, et d'autre part, le moment venu, d'arrêter, en toute connaissance de cause, l'ordre du jour et les projets de résolutions soumis au vote de l'assemblée générale et d'approuver les réponses aux questions écrites.

Dans son rapport d'octobre 2017, en amont de la modification du code AFEP-MEDEF, le HCGE avait recommandé que soient prises certaines précautions en cas de multiplicité des acteurs : « il est souhaitable de ne pas disperser les responsabilités en multipliant les interlocuteurs ; la personne choisie doit de préférence avoir une expérience de la communication institutionnelle, et recevoir le cas échéant une formation adéquate ; - la mission doit être en premier lieu d'explicitier les positions prises par le conseil dans ses domaines de compétence (notamment en matière de stratégie, de gouvernance et de rémunération des dirigeants), et qui ont fait préalablement l'objet d'une communication ; cela implique une coordination étroite avec le président du conseil si ce n'est pas à lui que la mission est confiée ; - elle peut être ensuite de veiller à ce que les actionnaires reçoivent l'information qu'ils attendent sur la société (et non de fournir cette information) ; cela implique une coordination étroite avec le directeur général ou ses collaborateurs chargés de la relation avec les actionnaires, et les réunions ou contacts téléphoniques doivent sauf exigence explicite des interlocuteurs être conduits en leur présence ; - l'administrateur doit rendre compte au conseil de l'exécution de sa mission »⁹⁷.

La version modifiée en juin 2018 du code AFEP-MEDEF, dans son article 3.2 susmentionné, prévoit d'ailleurs, que cette mission n'est confiée qu'à un administrateur.

Face à la multiplicité constatée des personnes en charge du dialogue, l'AMF a relevé un certain nombre de bonnes pratiques permettant *in fine* de rendre compte au conseil. L'AMF constate, par exemple, qu'une société précise que des procédures ont été établies pour permettre au conseil d'être informé des contacts entre le PDG et les principaux actionnaires. Certaines autres sociétés précisent que l'administrateur et la direction assistent à des réunions communes dédiées à la gouvernance. D'autres indiquent que la mission de cet administrateur référent est nécessairement réalisée en concertation avec le Président du conseil, voire avec l'accord de ce dernier. Dans tous les cas, il apparaît important que le conseil soit collégialement informé du rythme, des modalités et du contenu du dialogue actionnarial.

⁹⁵ Le HCGE relève, d'ailleurs, dans son rapport 2018 que « si la faculté d'une communication directe est posée dans son principe, ce qui constitue sans aucun doute une étape significative, le Haut Comité estime que la formulation du Code reste légèrement en-deçà du code britannique qui invite le président à échanger avec les actionnaires importants, non seulement sur la gouvernance mais aussi la stratégie et la performance ».

⁹⁶ Recommandation AMF DOC-2012-05 : les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, Proposition 1.1.

⁹⁷ Rapport du Haut Comité de gouvernement d'entreprise, octobre 2017, p. 24

2.4. Les résultats du dialogue permanent

- **L'amélioration de l'information sur le mode de fonctionnement des conseils**

L'article 3.3 du code AFEP-MEDEF indique que « *lorsque le conseil décide de confier des missions particulières à un administrateur, notamment en qualité d'administrateur référent, en matière de gouvernance ou de relations avec les actionnaires, ces missions ainsi que les moyens et prérogatives dont il dispose, sont décrits dans le règlement intérieur* ».

Cette accessibilité est utile pour favoriser le dialogue actionnarial car elle permet aux investisseurs de mieux comprendre le fonctionnement du conseil.

L'article 2.2 du code AFEP-MEDEF prévoit, en complément, l'accessibilité du règlement intérieur : « *la grande diversité des sociétés cotées ne permet pas d'imposer des modes d'organisation et de fonctionnement formalisés et identiques à tous les conseils d'administration. L'organisation des travaux du conseil comme sa composition doivent être appropriées à la composition de l'actionnariat, à la dimension et à la nature de l'activité de chaque entreprise comme aux circonstances particulières qu'elle traverse. Chaque conseil en est le meilleur juge et sa principale responsabilité est d'adopter le mode d'organisation et de fonctionnement qui lui permet d'accomplir au mieux ses missions. Son organisation et son fonctionnement sont décrits dans le règlement intérieur qu'il établit et qui est publié en tout ou partie sur le site Internet de la société ou dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise* ».

Le nombre de règlements intérieurs du conseil disponibles est de 30 sur l'échantillon de 40 sociétés.

- **La prise en compte des demandes des actionnaires lors de l'évaluation du conseil.**

Pour rappel, l'article 9.1 du code AFEP-MEDF prévoit que le conseil évalue périodiquement sa capacité à répondre aux attentes des actionnaires : « *Le conseil procède à l'évaluation de sa capacité à répondre aux attentes des actionnaires qui lui ont donné mandat d'administrer la société, en passant en revue périodiquement sa composition, son organisation et son fonctionnement (ce qui implique aussi une revue des comités du conseil). Chaque conseil réfléchit à l'équilibre souhaitable de sa composition et de celle des comités qu'il constitue en son sein et s'interroge périodiquement sur l'adéquation à ses tâches de son organisation et de son fonctionnement* ». Le point 1.1.9 de la recommandation AMF n°2012-02 précise à cet égard que : « *L'AMF encourage les sociétés à communiquer de manière suffisamment détaillée sur la procédure d'évaluation du fonctionnement du conseil mise en place, les résultats de cette évaluation, ainsi que sur les suites et plus particulièrement les pistes d'amélioration qui pourraient être envisagées par la société* ».

L'AMF constate que seulement 6 sociétés de l'échantillon évoquent la place de l'actionnaire dans l'évaluation annuelle du conseil d'administration. Dans 5 sociétés, le conseil rappelle simplement qu'il prend en considération l'intérêt des actionnaires mais cela ne signifie pas pour autant que les actionnaires ont été interrogés dans le cadre de l'évaluation. Dans un autre cas, il est précisé que les investisseurs institutionnels sont formellement consultés dans le cadre de l'évaluation.

2.5. La prise en compte des demandes des investisseurs

L'AMF constate que peu d'information est fournie sur le résultat du dialogue actionnarial :

- Dans les sociétés de l'échantillon, peu d'information est également fournie sur le contenu des échanges avec les investisseurs. Une seule société sur les 40 a mis en ligne les supports de présentation établis à l'occasion des « *roadshows gouvernance* » ;
- Dans sa recommandation AMF-2012-02, l'AMF a recommandé, dans un contexte différent, et pour le seul administrateur référent « *que la société publie un bilan d'activité de ce dernier afin que puissent être appréciés, d'une part, la nature des diligences et missions conduites dans ce cadre, et d'autre part, l'usage qu'il a pu faire des*

prérogatives qui lui ont été reconnues »⁹⁸. Ainsi, 6 sociétés de l'échantillon publient le bilan de l'activité de cet administrateur référent. Dans 5 sociétés, il est explicitement fait état du dialogue de l'administrateur référent avec les actionnaires. Cependant, les sociétés mentionnent uniquement l'existence d'un dialogue avec les actionnaires ou une volonté de le renforcer à l'avenir. Ainsi une société a mentionné « *la volonté de continuer à favoriser un bon dialogue notamment entre tous les administrateurs et les actionnaires* » ;

- Quelques sociétés expliquent, dans leur avis de convocation ou leur document de référence, les modifications qui sont le résultat de discussions avec les actionnaires. À titre d'exemple, une société explique qu'elle a pris en compte l'avis de ses actionnaires pour faire évoluer sa gouvernance.

L'AMF constate, au surplus, que si une information est donnée par les sociétés en amont ou lors des assemblées générales, les sociétés expliquent encore peu comment elles prennent en considération les préoccupations des investisseurs. À la différence d'autres pays, les sociétés françaises ne sont, ainsi, pas tenues d'annoncer les mesures prises à la suite des discussions avec les actionnaires, y compris lorsque les actionnaires expriment un désaccord au moment du vote en assemblée générale⁹⁹.

Comparaison européenne

La situation est différente dans d'autres pays. Par exemple, au Royaume-Uni, le *UK Corporate Governance Code* prévoit que le conseil a la responsabilité de s'assurer que les administrateurs ont connaissance des points de vue et des problèmes soulevés par les actionnaires majoritaires¹⁰⁰. Ce dialogue se poursuit ensuite au moment de l'assemblée générale. En effet, si une résolution est contestée par plus de 20% des actionnaires, le conseil doit annoncer les mesures qu'il compte prendre pour que les actionnaires soient consultés puis il doit informer, dans les 6 mois, des suites données¹⁰¹.

Or, ces informations peuvent être nécessaires pour obtenir ou renouveler la confiance d'investisseurs, voire expliquer les spécificités de la société.

Recommandation sur le dialogue actionnarial

L'AMF recommande que les supports de présentation établis à l'occasion des « *roadshows gouvernance* » soient mis en ligne sur le site internet de la société.

En cas de vote contesté en assemblée générale, elle recommande également aux sociétés de s'interroger sur l'opportunité d'une communication sur les positions éventuellement arrêtées par le conseil à la suite de ce vote.

Lorsque ces sociétés sont, par ailleurs interpellées par les investisseurs, elles doivent, être en capacité de communiquer rapidement. L'AMF rappelle que les sociétés, notamment en cas de contestation de la part des actionnaires, doivent avoir une communication financière adaptée, particulièrement au regard de la réglementation sur les informations privilégiées

⁹⁸ Recommandation AMF DOC-2012-02, proposition n°1.2.3.

⁹⁹ Une telle mesure n'est prévue dans le code AFEP-MEDEF que dans le cas du vote consultatif sur les rémunérations et ne s'applique qu'aux sociétés non concernées par les dispositions des articles L. 225-37-2, L. 225-82-2 et L. 225-100 du code de commerce, soit en 2018 les sociétés en commandite par actions. Cette disposition du code AFEP-MEDEF prévoit que « *lorsque l'assemblée générale ordinaire émet un avis négatif, le conseil doit se réunir dans un délai raisonnable après l'assemblée générale et examiner les raisons de ce vote et les attentes exprimées par les actionnaires. Après cette consultation et sur les recommandations du comité des rémunérations, le conseil statue sur les modifications à apporter à la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos ou à la politique de rémunération future. Il publie immédiatement sur le site internet de la société un communiqué mentionnant les suites données au vote de l'assemblée générale et en fait rapport lors de l'assemblée suivante* ».

¹⁰⁰ Article 1.3 du UK Corporate Governance Code: « *In addition to formal general meetings, the chair should seek regular engagement with major shareholders in order to understand their views on governance and performance against the strategy. Committee chairs should seek engagement with shareholders on significant matters related to their areas of responsibility. The chair should ensure that the board as a whole has a clear understanding of the views of shareholders* ».

¹⁰¹ Article 1.4. du UK Corporate Governance Code: « *When 20 per cent or more of votes have been cast against the board recommendation for a resolution, the company should explain, when announcing voting results, what actions it intends to take to consult shareholders in order to understand the reasons behind the result. An update on the views received from shareholders and actions taken should be published no later than six months after the shareholder meeting. The board should then provide a final summary in the annual report and, if applicable, in the explanatory notes to resolutions at the next shareholder meeting, on what impact the feedback has had on the decisions the board has taken and any actions or resolutions now proposed* »

qui doivent être rendues publiques « *dès que possible* » (article 17 du règlement (UE) n°596/2014 dit abus de marché). L'article du 223-1 du règlement général de l'AMF (l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère) est dans ce contexte très important. L'AMF est particulièrement attentive à la qualité de cette communication¹⁰².

3. LE DIALOGUE AVEC LES ACTIONNAIRES À L'OCCASION DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

À l'occasion des assemblées générales, les sociétés présentent les résultats, la stratégie, la politique d'allocation du capital ainsi que la vision long terme de la société (par exemple, la « raison d'être », la prise en compte des critères ESG ou les risques climatiques). Elles répondent également aux questions des actionnaires et présentent les résolutions au vote. Le résultat de ce vote est, pour partie, la conclusion du dialogue en amont de cette assemblée puisque de nombreux actionnaires votent par correspondance.

L'AMF analyse dans cette troisième partie les résultats des votes des résolutions 2019. Si le taux d'approbation moyen est élevé (3.1), un certain nombre de résolutions est néanmoins approuvé avec un taux d'approbation inférieur à 90% (3.2), traduisant une certaine contestation de la part des actionnaires. L'AMF constate que ce sont souvent ces résolutions qui font l'objet d'informations complémentaires par les sociétés.

Les résultats qui sont présentés ne reflètent que ceux des assemblées générales 2019, sans mise en perspective sur plusieurs années, certaines résolutions n'étant votées que sur une base pluri-annuelle. L'AMF rappelle que d'autres études publiées en 2019 mettent en perspective les résultats sur plusieurs années, voire retraitent les résultats du vote pour distinguer le vote des principaux actionnaires.

3.1. Peu de contestations des actionnaires en assemblée générale

L'AMF constate, dans les sociétés de l'échantillon, que, malgré l'augmentation de l'activisme de certains actionnaires, le taux d'approbation moyen est élevé (3.1.1) et que les projets de résolution déposés par les actionnaires sont souvent rejetés (3.1.2).

3.1.1. Un taux moyen élevé des résolutions proposées par le conseil

Dans l'échantillon, les résolutions qui sont **le plus fréquemment proposées** par le conseil sont les suivantes (en nombre de résolutions)¹⁰³ :

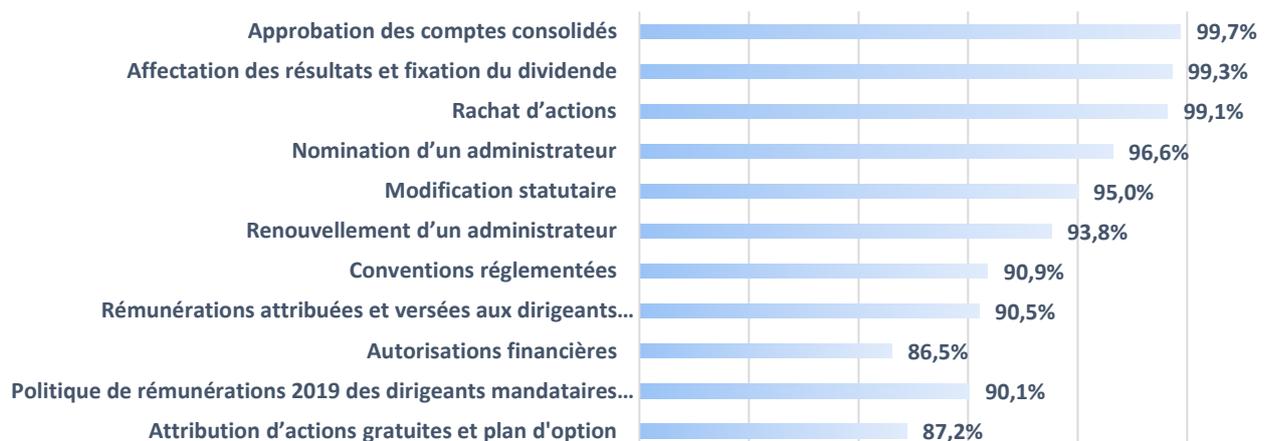
¹⁰³ Les autorisations financières sont définies comme étant les demandes de délégation au conseil en vue d'émettre des titres de capital ou donnant accès au capital. À noter toutefois que les attributions gratuites et d'options sont présentées sur une ligne distincte.

Fréquence des différentes résolutions



Le **taux d'approbation moyen** des résolutions est élevé :

Taux d'approbation moyen



Ce second graphique montre que les résolutions relatives à l'approbation des comptes consolidés¹⁰⁴, à l'affectation du résultat et à la fixation du dividende ainsi que celles relatives aux rachats d'actions bénéficient d'un taux d'approbation supérieur à 99%. Les résolutions dont le taux d'approbation est inférieur sont détaillées au paragraphe 3.2 ci-après.

S'agissant de la fixation du dividende, les agences de conseil en vote sont, par exemple, toujours favorables, sauf si le taux d'allocation est insuffisant ou n'est pas en adéquation avec la situation financière de la société¹⁰⁵.

Par ailleurs, rares sont les résolutions qui n'ont pas été approuvées.

¹⁰⁴ Des taux similaires étant constatés pour les approbations de comptes sociaux.

¹⁰⁵ Par exemple, dans sa politique de vote 2019, ISS indique qu'elle vote pour sauf si « *the dividend payout ratio has been consistently below 30 percent without adequate explanation; or the payout is excessive given the company's financial position* ». La politique de distribution proposée aux actionnaires doit être justifiée, en ligne avec la stratégie et les perspectives de l'entreprise et en phase avec la distribution propre au secteur d'activité. Dans sa politique de vote 2019, Proxinvest précise : « *l'appréciation du dividende proposé repose donc sur une analyse multicritères. La distribution de dividendes ne doit pas mettre la continuité d'exploitation de l'entreprise en risque. Les actionnaires de long terme acceptent de ne pas percevoir de dividendes lors d'exercices déficitaires. Proxinvest et ses partenaires de l'ECGS acceptent aussi l'absence de distribution lors d'exercices déficitaires et ne soutiennent pas, sauf justification argumentée par le conseil, les distributions non couvertes par les bénéfices de l'exercice* ».

3.1.2. Les résolutions déposées par les actionnaires

Dans les sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé, un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5 % du capital (ce pourcentage est dégressif en fonction du capital de la société) ou une association d'actionnaires répondant aux conditions fixées à l'article L. 225-120 du code de commerce¹⁰⁶ ont la faculté de requérir l'inscription à l'ordre du jour de points ou de projets de résolutions (article L. 225-205 du code de commerce). Le comité d'entreprise a la faculté de requérir l'inscription à l'ordre du jour de projets de résolutions (article L. 2323-67 du code du travail).

Cette demande d'inscription d'un point à l'ordre du jour doit être motivée et la demande d'inscription de projets de résolutions accompagnée du texte des projets de résolutions.

Aucune statistique n'a été faite sur les points à l'ordre du jour de l'assemblée, qui sont de nature diverse.

S'agissant des inscriptions des résolutions mises à l'ordre du jour par les actionnaires, dans l'échantillon des 40 sociétés étudiées, l'AMF relève que les actionnaires déposent rarement des projets de résolutions. Il n'y a que 3 sociétés concernées dans l'échantillon.

Dans une première société, des actionnaires institutionnels, d'une part, et un fonds représentant les actionnaires salariés, d'autre part, ont demandé la nomination d'un administrateur indépendant dans un contexte de crise de gouvernance. Dans les deux autres cas de résolutions déposées par des actionnaires, les préoccupations reflétées étaient celles de salariés qui demandaient la réalisation d'une augmentation de capital au profit d'adhérents du plan épargne et la nomination d'un administrateur salarié.

Ces résolutions ont été systématiquement rejetées. Le premier exemple est intéressant car il montre que le rassemblement de plusieurs investisseurs institutionnels pour le dépôt d'une résolution a permis d'atteindre un taux d'approbation non négligeable (34,5% en l'occurrence).

L'AMF recommande « *aux actionnaires qui inscrivent des projets de résolutions à l'ordre du jour d'une assemblée générale d'établir systématiquement un exposé des motifs¹⁰⁷* ». Elle recommande également aux sociétés « *de mettre en ligne l'exposé des motifs des projets de résolutions sur le site Internet de l'émetteur et sur la même page que l'exposé des motifs des projets de résolutions proposés par le conseil d'administration (ou le directoire, le cas échéant) et de reconnaître un droit de parole en assemblée générale à tout actionnaire qui a inscrit un projet de résolution à l'ordre du jour afin de lui permettre de le présenter brièvement, avant le vote¹⁰⁸* ». Ces recommandations semblent bien respectées dans les sociétés de l'échantillon, même s'il est difficile de savoir si des difficultés ont été rencontrées en pratique par les actionnaires.

3.2. Des résultats de vote différents selon le type de résolution

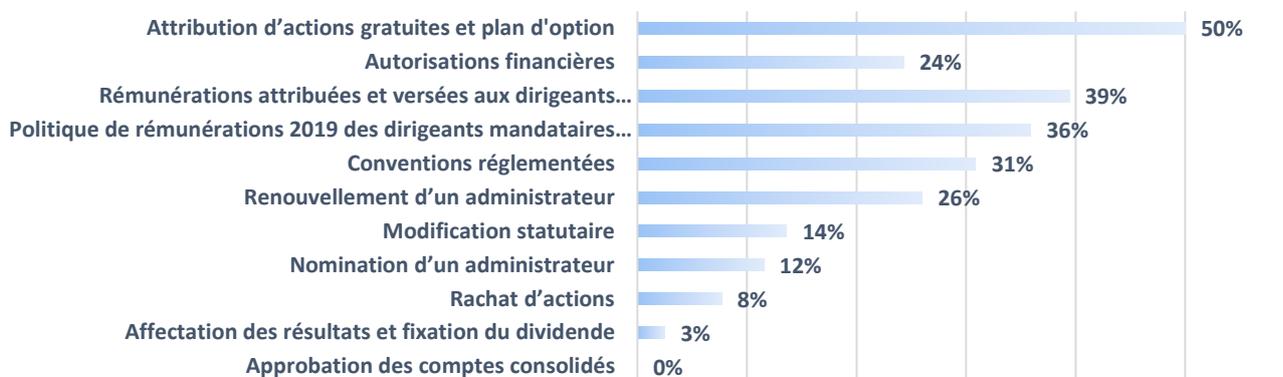
Afin d'approfondir l'analyse, les résultats ont été affinés pour déterminer quelles sont les résolutions dont le taux d'approbation est inférieur à 90%, soit les résolutions les plus contestées. Le résultat est le suivant :

¹⁰⁶ Selon cet article, dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les actionnaires justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans et détenant ensemble au moins 5 % des droits de vote peuvent se regrouper en associations destinées à représenter leurs intérêts au sein de la société.

¹⁰⁷ Proposition n°1.7 de la recommandation DOC-2012-05.

¹⁰⁸ Proposition n°1.7 de la recommandation DOC-2012-05.

Importance des taux d'approbation inférieurs à 90 %



Les résultats du graphique ci-dessus se lisent de la façon suivante : « 50% des résolutions en vue d'obtenir une délégation du conseil aux fins d'attributions des actions gratuites ou des options ont un taux d'approbation inférieur à 90% ».

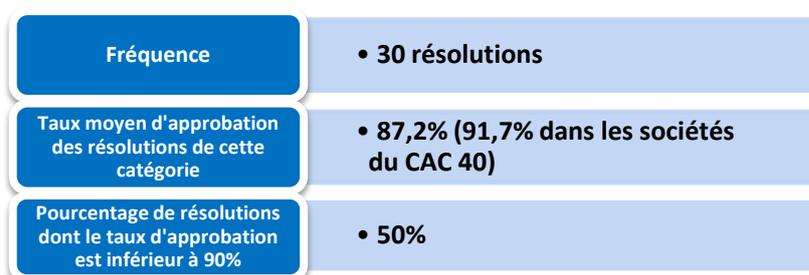
Seules les catégories de résolutions les plus contestées sont analysées ci-après. Il est précisé « AGO » lorsque la décision relève du vote de l'assemblée générale ordinaire et « AGE » lorsque la décision relève de l'assemblée générale extraordinaire.

Le taux d'approbation étant influencé par les politiques de vote des actionnaires et des agences de conseil en vote, l'AMF a publié sur son site internet un tableau comparatif des politiques de vote de PROXINVEST, ISS et GLASS LEWIS ainsi que les recommandations de l'AFG sur les principales résolutions présentées [rubrique « à lire aussi »].

3.2.1. Les attributions gratuites d'actions et d'options de souscription d'actions (AGE)

Pour rappel, le sujet des actions de performance est également présenté au § 1.2.3 de cette même partie.

Le vote de délégations au conseil afin d'émettre des attributions gratuites d'actions et des options de souscription ou d'achat d'actions sont des résolutions pluriannuelles. Leur taux d'approbation moyen est relativement faible par rapport aux autres types de résolutions :



Le taux d'approbation des résolutions de cette catégorie se répartit de la façon suivante :

Taux d'approbation des actions gratuites et options de souscription				
Taux d'approbation inférieur à 70%	Taux d'approbation entre 70 et 80%	Taux d'approbation entre 80 et 90%	Taux d'approbation entre 90% et 95%	Taux d'approbation supérieur à 95%
0	7	8	9	6

Les raisons du recours aux plans d'attribution gratuites d'actions et aux options de souscription sont clairement exposées par les sociétés dans leur brochure de convocation. Les sociétés indiquent, par exemple, que ces plans s'inscrivent dans une politique d'association des collaborateurs et des dirigeants au capital, les incitant à inscrire leur action dans le long terme. Ils visent, au-delà de l'intéressement et de la participation, à associer davantage les collaborateurs ainsi que les dirigeants à la performance. Ils favorisent l'alignement des intérêts de ces collaborateurs avec l'intérêt des actionnaires. Les sociétés les présentent également comme des mécanismes complémentaires de rémunération qui permettent d'attirer et de conserver des talents.

Dans un contexte où les rémunérations à long terme se développent pour permettre un alignement entre les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants, de plus en plus de questions sur la valeur des attributions d'actions de performance se posent : quelle est leur juste valeur ? À quel moment doit être appréciée cette valeur ? Les conditions de performance sont-elles exigeantes ?

L'AMF constate que, dans l'exposé des motifs des projets de résolutions, la quantité d'informations fournie sur ces plans est variable d'une société à l'autre mais aussi que de nombreuses sociétés fournissent des informations précises sur les conditions dans lesquelles la délégation va être exercée.

Certaines informations permettent aux investisseurs de s'assurer, dès le vote de la délégation, de la conformité future des attributions envisagées au code AFEP-MEDEF :

- ✓ *le nombre et le type de bénéficiaires potentiels (salariés ou mandataires sociaux) ;*
- ✓ *la volumétrie globale du plan avec des sous-plafonds pour les dirigeants mandataires sociaux ;*
- ✓ *l'existence de conditions de performance et les principaux critères permettant d'apprécier cette performance ;*
- ✓ *la condition de présence ;*
- ✓ *l'éventuel dénouement de ces engagements en cas de changement de contrôle ;*
- ✓ *le sort des options en cas de départ des dirigeants mandataires sociaux ;*
- ✓ *les obligations de conservation des actions acquises ; et*
- ✓ *l'engagement demandé aux bénéficiaires de ne pas recourir à des instruments de couverture.*

D'autres informations vont au-delà des prescriptions du code AFEP-MEDEF, sans doute pour répondre aux attentes des investisseurs et des agences de conseil en vote :

- ✓ *la durée d'acquisition ; et*
- ✓ *le bilan des plans précédents avec une synthèse du nombre d'actions attribuées, le nombre d'actions annulées du fait de la non-atteinte des conditions de performance.*

D'autres informations, ensuite, montrent une volonté d'alignement encore plus importante avec les intérêts des actionnaires. Une société indique, par exemple, que dans l'hypothèse où aucun dividende ne serait versé par la société au titre d'un exercice de la période d'acquisition, le nombre d'actions acquises serait réduit.

L'AMF constate, enfin, une évolution dans les critères d'évaluation de la performance permettant l'attribution définitive de ces actions et options. La majorité des sociétés n'apprécient plus seulement leur performance au regard des seules conditions économiques intrinsèques mais également au regard de performances boursières relatives (« *Total Shareholder*

Return ») ou d'évolution du bénéfice net par action (« BPA »). Deux sociétés vont même plus loin en distinguant clairement la performance évaluée via les actions de performance de celle évaluée pour la rémunération annuelle ; elles précisent que les critères de performance utilisés pour ces attributions seront différents des critères de performance établis pour la détermination de la rémunération variable annuelle. Trois sociétés du CAC 40 ne se réfèrent qu'à des indices externes pour juger de cette performance.

3.2.2. La rémunération attribuée et versée aux dirigeants mandataires sociaux au titre de l'exercice 2018 (AGO)

Il est demandé annuellement aux actionnaires d'approuver la politique de rémunération fixée par le conseil d'administration, sur proposition du comité des rémunérations, du président du conseil d'administration, du directeur général et du directeur général délégué en application de l'article L. 225-37-2 du code de commerce. Les éléments de rémunération variables et exceptionnels résultant de l'application de la politique de rémunération (voir paragraphe ci-après) sont soumis à l'approbation des actionnaires l'année suivante.

Si la politique de vote, qui est annuelle, est contestée :

Fréquence	• 78 résolutions
Taux moyen d'approbation des résolutions de cette catégorie	• 90,1% (89% sur le CAC 40) dans l'échantillon
Pourcentage de résolutions dont le taux d'approbation est inférieur à 90%	• 36%

Le vote sur la rémunération attribuée ou versée en 2019 l'est encore plus :

Fréquence	• 104 résolutions
Taux moyen d'approbation des résolutions de cette catégorie	• 90,5% (89,4% sur le CAC 40) dans l'échantillon
Pourcentage de résolutions dont le taux d'approbation est inférieur à 90%	• 39%

Les taux d'approbation des résolutions de cette catégorie se répartissent de la façon suivante :

Taux d'approbation des nominations					
	Taux d'approbation inférieur à 70%	Taux d'approbation entre 70 et 80%	Taux d'approbation entre 80 et 90%	Taux d'approbation entre 90% et 95%	Taux d'approbation supérieur à 95%
Politique de vote 2019	4	7	17	12	38
Rémunération 2018	9	12	20	12	51

❑ La qualité de l'information sur la politique de vote

La politique de rémunération des dirigeants des sociétés de l'échantillon est rarement présentée dans la brochure de convocation, les émetteurs renvoyant au rapport sur le gouvernement d'entreprise.

S'agissant de l'information fournie par les sociétés sur la politique de vote dans la brochure et le rapport sur le gouvernement d'entreprise, l'AMF formule des constats similaires à ceux de l'an dernier. L'AMF relève, comme dans son précédent rapport que les sociétés donnent de nombreuses informations sur la structure de la rémunération et les différents éléments de la rémunération :

- ✓ certaines sociétés présentent très clairement la structure de rémunération de leur dirigeant en distinguant la part long terme et court terme ;
- ✓ certaines sociétés présentent le détail des conditions de performances à respecter ;
- ✓ 38 sociétés présentent la rémunération fixe décidée pour l'année 2018 ; et
- ✓ certaines sociétés indiquent le plafond de la rémunération variable 2019.

L'AMF relève que lorsque ces informations, notamment la rémunération fixe, ne sont pas indiquées, l'information donnée aux actionnaires sur la politique de vote est de faible qualité. Elle invite les sociétés à continuer à améliorer l'information sur la politique de vote pour éviter des surprises aux actionnaires à l'occasion de la mise en œuvre de cette politique et du vote sur la rémunération effectivement versée ou attribuée.

❑ La qualité de l'information sur les rémunérations attribuées et versées

L'AMF constate que 72 % des sociétés rappellent la rémunération 2018 dans la brochure de convocation. Pour la présentation de cette rémunération, l'AMF constate que 10 sociétés du CAC 40 ont repris le modèle de tableau proposé par le HCGE tandis que seulement 7 sociétés du SBF 120 l'ont fait.

3.2.3. Les conventions réglementées (AGO)

Les conventions réglementées sont celles conclues directement ou indirectement, entre la société cotée et une autre société avec laquelle elle a des dirigeants communs, l'un de ses dirigeants ou encore avec un actionnaire détenant plus de 10% du capital et des droits de vote (articles L. 225-38 et s. du code de commerce).

Afin de prévenir l'influence d'un intérêt tiers à la société, ces conventions font l'objet d'une autorisation par le conseil d'administration (voir § 1.2 ci-dessus pour l'approbation par le conseil) et sont approuvées par l'assemblée générale. Les actionnaires ne peuvent avoir un vote éclairé sur le sujet que si un nombre suffisant d'informations est fourni dans le rapport spécial des commissaires aux comptes et le document de référence.

Le premier constat est que ces résolutions sont, dans les sociétés de l'échantillon et pour les assemblées générales 2019, fréquentes et relativement contestées :

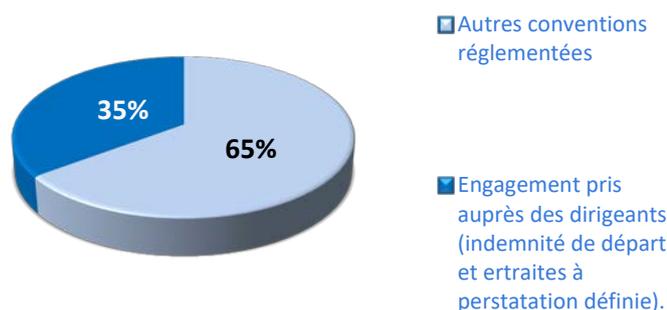
Fréquence	• 68 résolutions
Taux moyen d'approbation des résolutions de cette catégorie	• 90,9% (94,8 % sur le CAC 40) dans l'échantillon
Pourcentage de résolutions dont le taux d'approbation est inférieur à 90%	• 31%

Les taux d’approbation des résolutions de cette catégorie se répartissent de la façon suivante :

Taux d’approbation des conventions réglementées				
Taux d’approbation inférieur à 70%	Taux d’approbation entre 70 et 80%	Taux d’approbation entre 80 et 90%	Taux d’approbation entre 90% et 95%	Taux d’approbation supérieur à 95%
7	10	4	2	45

Ces conventions réglementées concernent, dans 35% des cas, des engagements pris au bénéfice des dirigeants et susceptibles d’être dus à l’occasion des départs (articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du code de commerce). Dans les autres cas, il s’agit de conventions de nature diverse, telles les conventions de prestation de services :

Détail des conventions réglementées



Les résolutions les plus contestées concernent des conventions signées par des sociétés du SBF 120 avec leurs dirigeants en vue de leur attribuer des rémunérations complémentaires particulières : (i) le versement d’une rémunération fixe complémentaire pour que le dirigeant constitue lui-même directement, année après année, sa retraite complémentaire, (ii) la signature d’une convention de prestation de services et d’indemnités de départ, (iii) ou le maintien d’un contrat de travail.

Ces conventions posent plusieurs questions : leur conformité au code AFEP-MEDEF¹⁰⁹, la possibilité d’un cumul des missions effectuées au titre d’une convention de prestation de services et des fonctions de mandataire social (§ 1.3.2) et plus généralement le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance.

Les agences en conseil de vote ainsi que l’AFG souhaitent, en substance, que les conventions avec les parties liées soient soumises au vote des actionnaires et que les sociétés donnent des éléments permettant de s’assurer que ces conventions sont signées dans l’intérêt de tous les actionnaires. Elles demandent aussi un grand niveau de transparence sur le sujet.

¹⁰⁹ L’article 21.1 du code AFEP-MEDEF précise que : « Il est recommandé, lorsqu’un salarié devient dirigeant mandataire social de l’entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la société ou à une société du groupe, soit par rupture conventionnelle, soit par démission ».

L'AMF a également émis un certain nombre de recommandations sur le sujet (recommandations sur les assemblées générales des sociétés cotées DOC-2012-05). Elle rappelle, notamment, qu'il est important que le rapport des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées présente une description complète de la convention ainsi que les conditions financières.¹¹⁰

☐ **L'AMF observe quelques bonnes pratiques :**

- 9 sociétés sur les 32 sociétés concernées ont ainsi présenté une résolution *ad hoc* en conformité avec la recommandation de l'AMF selon laquelle les sociétés sont incitées à soumettre une résolution séparée au vote des actionnaires lorsqu'il s'agit d'une convention significative pour l'une des parties concernant, directement ou indirectement, un dirigeant ou un actionnaire, au même titre que ce qui est requis par la loi s'agissant des engagements différés au profit des dirigeants¹¹¹. Dans son Vade-mecum à l'attention des membres du bureau des assemblées générales, élaboré en liaison avec l'ANSA¹¹², l'AFEP indique, en complément, que : « *Lorsqu'une résolution comporte plusieurs questions susceptibles chacune de donner lieu à un vote séparé, la division en plusieurs résolutions distinctes peut être demandée par un actionnaire. En cas de refus du bureau d'accéder à cette requête, l'actionnaire peut exiger que l'assemblée décide s'il y a lieu d'opérer ou non la disjonction demandée* ».
- En termes de qualité d'information, l'AMF relève également que deux sociétés précisent en synthèse dans l'exposé des motifs, en sus de ce qui est indiqué dans le rapport spécial, l'intérêt qui s'attache à la conclusion des conventions. Plus précisément, les sociétés décrivent la nouvelle convention, son impact pour la société ainsi que l'intérêt pour la société et ses actionnaires de la conclusion de cette convention.
- Enfin, l'AMF rappelle également qu'elle recommande au conseil d'administration de nommer un expert indépendant lorsque la conclusion d'une convention réglementée est susceptible d'avoir un impact très significatif sur le bilan ou les résultats de la société et/ou du groupe. L'AMF recommande de mentionner l'expertise indépendante demandée par le conseil d'administration dans le rapport spécial et de la rendre publique sous réserve, le cas échéant, des éléments pouvant porter atteinte au secret des affaires¹¹³. Une société de l'échantillon, **M6**, a nommé un expert.

☐ **L'AMF relève également quelques pratiques à améliorer.** L'AMF constate que la société **M6** a fait approuver tardivement une convention réglementée par l'assemblée générale. Ainsi, alors que la société **M6** avait conclu, en 2017, un contrat d'acquisition significative avec son actionnaire (48,26% du capital à cette date), elle n'a soumis cette convention au vote qu'à l'occasion de l'assemblée générale des actionnaires 2019. Cette soumission tardive à l'approbation des actionnaires n'a pas été justifiée dans le document de référence annuel de la société.

¹¹⁰ L'AMF recommande ainsi d'« améliorer le contenu de l'information diffusée dans le rapport spécial des commissaires aux comptes de façon à permettre à l'actionnaire de mieux apprécier les enjeux des conventions conclues, notamment en mentionnant toutes indications utiles permettant aux actionnaires d'apprécier l'intérêt qui s'attache à la conclusion des conventions et engagements, notamment s'agissant des contrats de prestation de service conclus avec des administrateurs. Cet objectif sera facilité par la transmission par le conseil d'administration d'un document clair et précis justifiant l'intérêt de la convention pour la société ; B. Préciser les personnes visées par les conventions en indiquant leur fonction, y compris en ce qui concerne des conventions qui se poursuivent ; C. Clarifier la présentation au sein du rapport des termes et conditions des conventions réglementées afin de mieux cerner leurs enjeux pour l'émetteur et les dirigeants concernés et dans ce cadre structurer le rapport sur les conventions réglementées en trois parties :

a. les conventions avec les actionnaires,

b. les conventions avec des sociétés ayant des dirigeants communs, en précisant les liens capitalistiques entre les sociétés (pourcentages de détentions),

c. les conventions autres avec les dirigeants ;

d. Présenter les éléments financiers de ces conventions en distinguant ce qui relève des produits, des charges ou des engagements, en précisant les montants en jeu ».

L'AFG recommande également que « Le rapport des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées devrait contenir notamment une description complète des services fournis ; les modalités de calcul des conditions financières et leurs conditions d'ajustement dans le temps »

¹¹¹ Proposition n°4.14 de la recommandation DOC-2012-05.

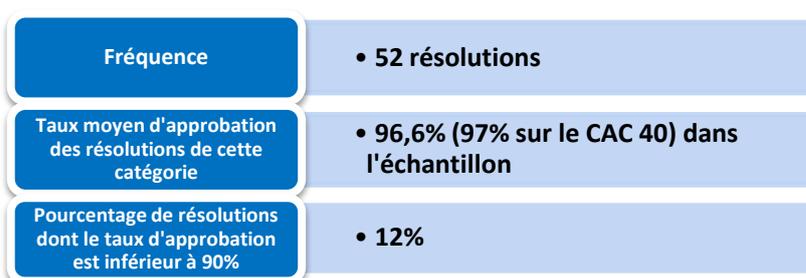
¹¹² Mars 2011, mis à jour en novembre 2015, p. 23,

¹¹³ Proposition n°4.6 de la recommandation DOC-2012-05.

Plus généralement, l'AMF rappelle que la loi a évolué sur le sujet des conventions réglementées, une présentation des principales modifications est faite dans la première partie de ce rapport (§ 1.2. Impact et influence de la « Directive SRD2 », Conventions réglementées, pp. 14-15).

3.2.4. La nomination et le renouvellement des administrateurs

- Les résolutions de nomination concernent la nomination et/ou la cooptation d'un administrateur. Ces résolutions sont peu contestées :



Le taux d'approbation des résolutions de cette catégorie se répartit de la façon suivante :

Taux d'approbation des nominations				
Taux d'approbation inférieur à 70%	Taux d'approbation entre 70 et 80%	Taux d'approbation entre 80 et 90%	Taux d'approbation entre 90% et 95%	Taux d'approbation supérieur à 95%
2	2	2	5	41

Les taux d'approbation les plus faibles concernent des nominations d'administrateurs liées à un actionnaire de référence. Ils concernent également une société dont la gouvernance était contestée par des actionnaires activistes.

La nomination des administrateurs fait l'objet d'une attention particulière de la part des agences en conseil de vote et l'AFG a également émis des recommandations sur le sujet.

L'AMF constate que, pour répondre à ces attentes, de nombreuses informations sont fournies par les sociétés sur :

- ✓ la durée du mandat, qui est généralement inférieure à 4 ans ;
- ✓ les biographies et les domaines de compétence de chacun de ces administrateurs ;
- ✓ la taille du conseil à l'issue de cette élection ;
- ✓ des informations sur la disponibilité de la personne (nombre de mandats exécutifs et non exécutifs) ; et
- ✓ des informations sur les éventuels conflits d'intérêts ainsi que sur les critères permettant d'apprécier l'indépendance de cet administrateur.

En ce qui concerne le cas spécifique des résolutions relatives à la nomination d'administrateurs représentant les salariés actionnaires, il est intéressant de noter qu'une société du CAC 40 a laissé le choix aux actionnaires entre 3 candidats, assurant une transparence sur le dispositif ayant conduit à leur désignation.

- **Les renouvellements d'administrateurs** : Les actionnaires contestent, en revanche, davantage les demandes de renouvellement de mandat¹¹⁴ :

Fréquence	• 100 résolutions
Taux moyen d'approbation des résolutions de cette catégorie	• 93,8% (94,5% sur le CAC 40) dans l'échantillon
Pourcentage de résolutions dont le taux d'approbation est inférieur à 90%	• 26%

Le taux d'approbation des résolutions de cette catégorie se répartit de la façon suivante :

Taux d'approbation des nominations				
Taux d'approbation inférieur à 70%	Taux d'approbation entre 70 et 80%	Taux d'approbation entre 80 et 90%	Taux d'approbation entre 90% et 95%	Taux d'approbation supérieur à 95%
5	7	14	13	61

En votant contre les renouvellements, certains investisseurs expriment ainsi leur mécontentement par rapport aux choix de gouvernance, voire contestent la stratégie et/ou les performances du groupe.

Dans l'échantillon, les taux d'approbation les plus faibles concernent le renouvellement d'administrateurs indépendants (6) et d'administrateurs liés avec un actionnaire de référence (3).

Il existe un vrai enjeu de réélection pour les principaux mandataires sociaux qui, à cette occasion, se mettent en conformité avec certaines attentes des investisseurs. À titre d'exemple, dans une première société du CAC 40, le PDG a annoncé, en amont de l'assemblée générale, avoir mis fin à son contrat de travail, à l'indemnité de non-concurrence, à son indemnité de départ ainsi qu'au bénéfice de son engagement de retraite à prestations définies. Dans une seconde, le président du conseil renonce définitivement à son contrat de travail.

Les informations fournies par les sociétés à l'occasion des renouvellements sont similaires à celles données à l'occasion des nominations. Certaines insistent sur la conformité avec le code AFEP-MEDEF, voire l'ensemble des dispositions législatives applicables. D'autres mentionnent également les comités dans lesquels l'administrateur va siéger.

3.2.5. Les autorisations financières (AGE)

3.2.5.1. Les informations fournies par les sociétés sur les autorisations financières

Il est demandé aux actionnaires d'approuver le renouvellement d'un certain nombre d'autorisations financières en vue d'émettre des titres de capital et titres donnant accès au capital. Ces délégations permettent au conseil d'administration d'augmenter le capital social pour différentes raisons et selon différentes modalités.

Ces autorisations permettent aux sociétés de disposer de flexibilité pour réagir rapidement à l'évolution des conditions de marché et être ainsi, en mesure de se financer dans les meilleures conditions possibles, auprès de leurs actionnaires existants ou d'autres investisseurs.

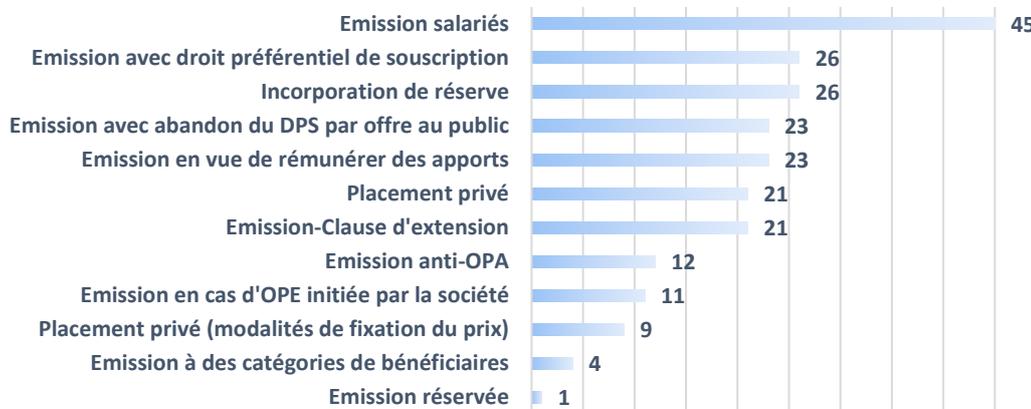
¹¹⁴ Les proxys considèrent que le renouvellement d'un administrateur doit être contesté lorsque les explications sont insuffisantes ou que ce dernier n'est pas libre d'intérêts.

Les émissions avec suppression du droit préférentiel de souscription comprennent :

- ✓ les délégations de compétence consenties au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par offre au public (au sens de l'article L. 225-136 du code de commerce) ;
- ✓ les délégations de compétence consenties au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par placements privés visés à l'article L. 411-2 du code monétaire et financier. Ce sont des offres réservées à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs (« Placement privé ») ;
- ✓ les délégations de compétence consenties au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social en réservant cette augmentation à une catégorie de personnes ou à une personne dénommée (au sens de l'article L. 225-138 du code de commerce) ;
- ✓ les délégations de compétence consenties au conseil en vue d'augmenter le capital social en cas d'offre publique d'échange initiée par la société ;
- ✓ les délégations de compétence consenties au conseil en vue d'augmenter le capital social en rémunération d'apports en nature dans la limite de 10% du capital social ;
- ✓ les délégations de compétence consenties au conseil en vue d'augmenter le capital social en cas d'offre publique initiée sur la société (« émission anti OPA ») ; et
- ✓ les émissions faites au profit des salariés.

Le nombre de résolutions par catégorie est le suivant :

Nombre de résolutions selon le type d'autorisation financière



Le groupe de travail de l'AMF sur les assemblées générales avait constaté en 2012 « la multiplication des résolutions « balais » d'autorisation d'émission et l'inflation de leur contenu¹¹⁵ ». À l'issue de ces constats, l'AMF avait recommandé, dans sa recommandation DOC-2012-05 – Les assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées de :

« A. Justifier les nouvelles demandes d'autorisation d'émission dans le cadre de la stratégie de l'entreprise dans le respect de la confidentialité relative aux opérations financières ;

B. Dès la publication de l'avis de réunion, mettre en ligne sur le site Internet de l'émetteur, avec les exposés des motifs figurant dans le rapport du conseil sur les projets de résolutions, le tableau de synthèse relatant l'utilisation

¹¹⁵ Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées Il est également rappelé que l'AFG indique, dans ses recommandations sur le gouvernement d'entreprise de janvier 2019, que : « L'AFG est hostile à la pratique qui consiste à modifier la structure du bilan de manière substantielle sans en avoir au préalable informé les actionnaires. Dans cette optique, elle souhaite que la politique d'endettement à 3 ans de la société, y compris les engagements hors bilan, fasse l'objet d'une information particulière dans le rapport du conseil d'administration (effet de levier), de même s'agissant de la politique de distribution de la société à 3 ans (taux de distribution).

des dernières autorisations financières en l'accompagnant, le cas échéant, des explications utiles pour le rendre lisible¹¹⁶ ».

Dans l'échantillon, l'AMF constate que le nombre de résolutions portant sur des autorisations financières est en moyenne de 5 par société, ce qui reste significatif et que sa recommandation reste peu appliquée. Si le document de référence présente souvent bien l'utilisation des autorisations passées, il y a peu d'information sur le lien entre les nouvelles demandes d'autorisation et la stratégie de l'entreprise.

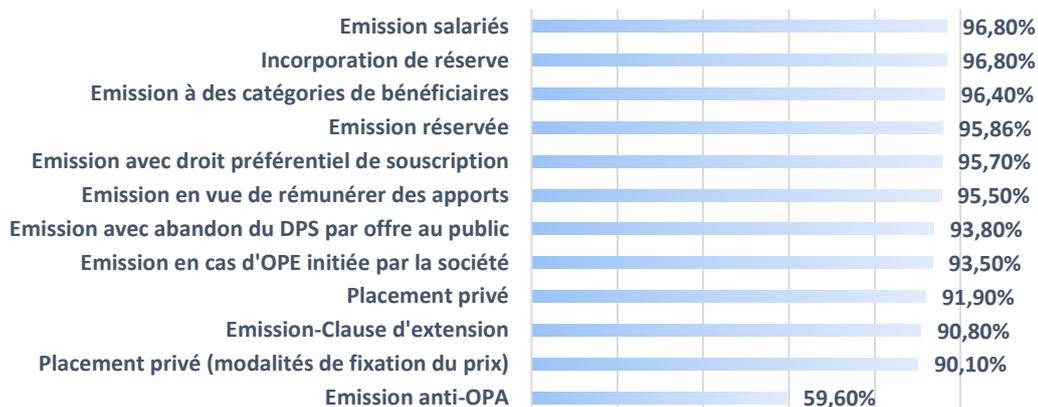
De plus en plus de sociétés communiquent, cependant, sur leur ambition en matière d'actionnariat salarié, en précisant, par exemple : « l'ambition du groupe est de renforcer l'actionnariat salarié, de l'ensemble des sociétés du groupe de façon à ce qu'il représente une part significative du capital comme des droits de vote » avec l'objectif de « renforcer leur engagement, et d'accroître leur sentiment d'appartenance à l'entreprise et de promouvoir un état d'esprit de co-actionnaire ».

Les autorisations financières ayant pour conséquence une augmentation du nombre de titres en circulation, et pouvant entraîner la dilution des actionnaires, les sociétés communiquent principalement dans l'exposé des motifs, en sus de ce qui est indiqué dans les résolutions, sur le plafond des émissions qu'elles demandent en pourcentage du capital. Cette présentation est souvent très pédagogique en distinguant le plafond des émissions avec maintien du droit préférentiel de souscription et le plafond des émissions avec suppression du droit préférentiel de souscription. Celles qui prévoient l'émission de titres de créance distinguent également des sous-plafonds.

3.2.5.2. Les autorisations financières les plus contestées

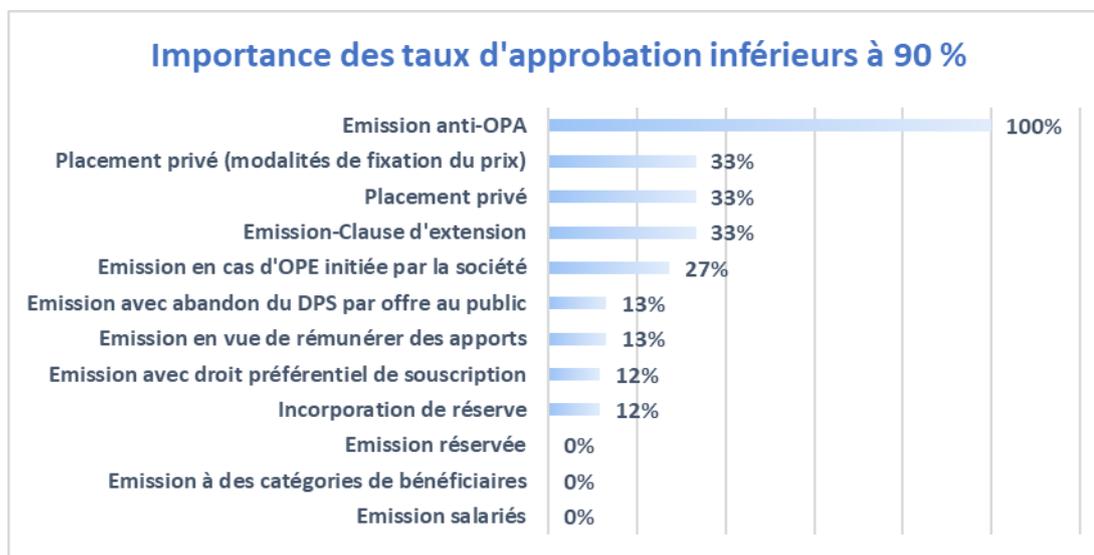
Le taux d'approbation moyen par catégorie est le suivant :

Les taux d'approbation moyen des différentes autorisations financières



¹¹⁶ Proposition n°1.6 de la recommandation DOC-2012-05.

Le pourcentage de résolutions dont le taux d'approbation est inférieur à 90% est le suivant :



Les résultats du graphique ci-dessus se lisent de la façon suivante : « 100% des résolutions d'autorisation d'émission en cas d'OPA ont un taux d'approbation inférieur à 90% ». Pour apprécier la fréquence des résolutions, il convient de se référer au graphique présenté au § 3.2.5.1..

Les émissions dont le taux d'approbation est le plus élevé sont celles qui ne modifient pas la valeur de la société et n'affectent pas le droit des actionnaires. Les plus contestées sont les émissions avec suppression du droit préférentiel de souscription, et plus particulièrement les mesures anti-OPA et les placements privés.

Ainsi, à l'occasion des assemblées générales, l'AMF constate que les sociétés s'engagent véritablement auprès de leurs actionnaires, en allant généralement au-delà des exigences légales en termes d'information. L'exposé des motifs, voire les projets de résolutions, sont ainsi parfois extrêmement développés. Les sociétés précisent, par exemple, avec beaucoup de détails les conditions dans lesquelles elles prévoient d'utiliser la délégation de compétence que les actionnaires sont appelés à approuver.

Si une information détaillée est utile pour éclairer le vote des actionnaires, elle implique que la société respecte ensuite les engagements qu'elle prend ou les modalités qu'elle définit dans le cadre de la présentation des projets de résolutions. Et ce, même si cette information ne figure pas directement dans la résolution soumise au vote mais seulement dans l'exposé des motifs. Il s'agit, en effet, de respecter le consentement donné par les actionnaires et de ne pas dénaturer les termes d'une autorisation sociale. Il s'agit également de préserver la confiance des investisseurs.

PARTIE 3 - AUTRES CONSTATS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE ET DE RÉMUNÉRATION

Dans le cadre de l’instruction des documents de référence 2018 réalisée par l’AMF, il est apparu que certaines pratiques soulèvent des questions et que, par ailleurs, certaines sociétés¹¹⁷ n’ont pas respecté des dispositions du code de gouvernement d’entreprise AFEP-MEDEF. Ces non-conformités sont suffisamment saillantes pour être soulignées.

1. RÉFÉRENCE AU CODE AFEP-MEDEF PAR UNE SOCIÉTÉ ÉTRANGÈRE

En mars 2019, un porte-parole de la société **TECHNIPFMC** a indiqué publiquement¹¹⁸ que la rémunération et l’indemnité de départ de son Président respectaient les articles du code AFEP-MEDEF.

En réaction, le Haut Comité pour le Gouvernement d’Entreprise a expliqué, dans une communication sur son site internet, que « *les conditions évoquées ne sont pas conformes aux recommandations du code AFEP-MEDEF* » mais a rappelé également que « *TechnipFMC, société de droit britannique, ne se réfère pas à ce code et, par conséquent, se situe hors de son domaine de compétence* ».

L’AFEP a également indiqué, par voie de communiqué, qu’elle n’approuvait pas les conditions de départ du dirigeant de TechnipFMC telles que présentées publiquement, mais a rappelé « *qu’en matière de gouvernance, les règles de régulation professionnelle françaises qui s’appuient sur un code exigeant et un organisme de régulation indépendant ne s’appliquent plus à TechnipFMC, société étrangère depuis 2016* ».

L’AMF considère qu’il est regrettable qu’une société fasse référence à un code qu’elle ne respecte pas.

Une société de droit étranger pourrait faire volontairement référence au code AFEP-MEDEF à condition d’être en mesure d’identifier les recommandations du code non appliquées et d’en expliquer les raisons. Le HCGE serait alors compétent.

Comparaison européenne

À titre de comparaison européenne, au moins 3 pays européens¹¹⁹, à savoir l’Espagne, le Luxembourg et le Royaume-Uni, permettent l’application de leur code de gouvernance par une société étrangère qui serait cotée sur leur marché réglementé.

¹¹⁷ Il s’agit de sociétés hors de l’échantillon de l’étude présentée en seconde partie du rapport ainsi que de sociétés de l’échantillon pour des thématiques sans lien avec le dialogue actionnarial.

¹¹⁸ Par exemple : <https://www.capital.fr/entreprises-marches/les-indemnites-de-depart-du-president-de-technipfmc-herissent-le-gouvernement-1332298>

¹¹⁹ L’Espagne, le Luxembourg et le Royaume-Uni rendent l’utilisation de leur code de gouvernance possible par des sociétés étrangères. Le Royaume-Uni prévoit que toutes les sociétés qui sont cotées sur le marché réglementé britannique appliquent le code de gouvernance de la FRC : « *Application – The Code is applicable to all companies with a premium listing, whether incorporated in the UK or elsewhere. The new Code applies to accounting periods beginning on or after 1 January 2019* ». Le Luxembourg prévoit explicitement que des sociétés étrangères puissent appliquer son code de gouvernance et explique la raison à ce choix : « *7. Scope and entry into effect – The X Principles apply to companies incorporated under Luxembourg law, where their shares are listed on a regulated market operated by the Luxembourg Stock Exchange, except for regulated SICAVs and Funds, to which specific regulations apply. However, given their flexibility, the X Principles can easily be used as a reference framework for any company incorporated under Luxembourg law, or under the laws of another country, including any company incorporated under Luxembourg law that has asked for its shares to be admitted to a foreign regulated market. Where Luxembourg companies admitted for trading on various regulated markets in addition to the regulated market operated by the Luxembourg Stock Exchange are faced with several codes of conduct in terms of corporate governance, they are invited to apply the X Principles. Indeed, under most circumstances, the regulatory nature of the X Principles enables these companies to comply with the provisions of the governance codes in effect on other regulated markets as well* ».

L’Espagne vise toutes les sociétés cotées sur son marché réglementé : « *1.3.3 Scope of application – The Good Governance Code addresses listed companies, meaning all those firms whose shares are admitted to trading on an official secondary market* ».

2. CONVENTIONS DE PRESTATIONS DE SERVICES

□ Rappel des principes

L'AMF constate l'existence de nombreuses conventions de prestations de services (autrement appelées conventions de management) conclues entre une société et l'un de ses mandataires sociaux, directement ou via sa holding personnelle. Ces conventions posent parfois question au regard de la réglementation en vigueur et des principes de bonne gouvernance, qu'il s'agisse de leur régularité ou de l'étendue et la qualité de l'information donnée au marché à leur sujet.

L'AMF relève notamment que la description de l'objet de ces conventions dans le document de référence ou le rapport des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées ne permet pas toujours de comprendre précisément la nature des prestations effectuées par le mandataire social (directement ou via sa holding personnelle) au titre de la convention de prestation de services. Pour illustration, la simple mention selon laquelle le mandataire social ou sa holding personnelle fournit des prestations de « conseil en stratégie » ou « d'assistance à la direction générale » ne permet pas d'appréhender avec précision l'étendue des missions qui lui sont confiées. En outre, certaines de ces conventions apparaissent porter sur des prestations qui recoupent, en tout ou partie, les missions légales que doit remplir, au titre de son mandat, le mandataire social concerné. Dans certains cas, les prestations de services évoquées sont susceptibles de recouper, au moins partiellement, les missions légales que doit exercer, au titre de son mandat, un autre mandataire social de la société.

Au-delà de la nécessité d'identifier avec précision la nature des prestations réalisées, directement ou indirectement, par le mandataire social au titre d'une convention de prestation de services, l'AMF souhaite rappeler certains principes devant être respectés à cet égard.

En premier lieu, l'AMF rappelle qu'en vertu d'une jurisprudence établie, une convention de prestations de services conclue entre une société et l'un de ses mandataires sociaux, par laquelle la première confie au second (notamment par l'intermédiaire de la société qu'il a créée) des missions se confondant, en tout ou partie, avec ses fonctions de mandataire social s'expose, sur un plan civil, à un risque de nullité pour absence de cause ou pour absence de contrepartie réelle. En outre, en cas de contrariété d'une telle convention à l'intérêt social, celle-ci pourrait éventuellement être contestée comme relevant d'un acte anormal de gestion ou d'un abus de biens sociaux.

En second lieu, il est rappelé qu'en vertu du principe de répartition légale des pouvoirs entre les organes sociaux, le conseil d'administration ne peut empiéter sur les attributions que la loi confère au directeur général ou à l'assemblée des actionnaires, et réciproquement. Ainsi, les administrateurs ne disposent pas du pouvoir de représenter légalement la société à l'égard des tiers, qui n'est conféré par la loi qu'au directeur général. À l'inverse, il n'appartient pas au directeur général de déterminer les orientations de l'activité de la société et de veiller à leur mise en œuvre, attributions dévolues par la loi au conseil d'administration. Par conséquent, les missions confiées à un mandataire social au titre d'une convention de prestations de services ne peuvent relever des attributions légalement conférées à un organe de la société.

□ Applications concrètes

À titre d'exemple, le président du conseil de surveillance de la société **TIKEHAU** avait conclu, en 2017, par l'intermédiaire d'une société dont il détenait le contrôle, une convention de prestations de services. Cette convention portait sur des missions relevant de la gérance du conseil. Ce président se trouvait alors dans une situation dans laquelle, aux termes d'une convention de prestations de services, il devait assister la gérance tout en assumant de, par son mandat de président du conseil de surveillance, une fonction de contrôle et de surveillance.

La société indique dans son dernier document de référence¹²⁰, avoir sollicité début 2019 l'avis du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise sur la compatibilité de cette convention de prestations de services avec les fonctions du Président du Conseil de surveillance : « *Bien que le cumul d'un contrat de prestation de services et d'une fonction de Président du Conseil de surveillance soit autorisé par la loi, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise a estimé qu'une telle convention était une source de conflits d'intérêts, ne lui permettant pas d'assurer dans des conditions satisfaisantes ses*

¹²⁰ Page 181 du document de référence 2018 déposé en 2019.

fonctions au sein de cette instance au regard des recommandations du code AFEP-MEDEF. Par ailleurs, la poursuite de cette convention n'a pas paru souhaitable en raison de la portée accrue du rôle du Conseil de surveillance et avec lui, de celui de son Président ».

La société s'est ainsi conformée aux observations de l'AMF et du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise et a mis fin à la convention de prestations de services, à la suite de la réunion du conseil de surveillance du 20 mars 2019.

Par ailleurs, la société **SMCP** avait également conclu des conventions de prestation de services pour rémunérer ses dirigeants mandataires sociaux. Ces conventions concourraient au versement d'une partie de la rémunération variable annuelle de ces mandataires sociaux. La société a décidé, à compter du 1^{er} janvier 2019, d'y mettre un terme et, d'augmenter à due concurrence la rémunération fixe des deux intéressés, renonçant au caractère variable de la convention antérieure.

L'article 24.3.1 du code AFEP-MEDEF qui encadre la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs prévoit qu'« *en cas d'augmentation significative de la rémunération, les raisons de cette augmentation sont explicitées* ». La société a ainsi expliqué que « *la rémunération fixe perçue au titre de chacun de ces mandats a été en conséquence augmentée pour la mettre en adéquation avec le nouveau périmètre de ces fonctions, afin de tenir compte de l'internalisation des prestations précédemment externalisées* ».

3. LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS EN CAS DE CESSIION DE TITRES PAR UN ACTIONNAIRE

Les services ont constaté, dans plusieurs cas, l'existence de contrats, parfois confidentiels, conclus entre certains dirigeants de la société et l'un de leurs actionnaires. Il s'agit généralement de contrats donnant droit au versement d'une rémunération au dirigeant, dont le montant est déterminé au moment de la sortie du capital de l'actionnaire et en fonction de la valorisation de la participation cédée. Ces rémunérations sont notamment mises en place par des fonds de *private equity* actionnaires de la société afin de servir une mission particulière, et peuvent viser à inciter le dirigeant à obtenir une liquidité pour tout ou partie de la participation des fonds concernés.

Ces contrats posent, outre la question du conflit d'intérêts potentiel éventuellement généré et du respect de l'intérêt social par le dirigeant concerné, celle de l'information du marché. La question se pose avec une acuité supplémentaire lorsque les sommes susceptibles d'être dues aux dirigeants intéressés au titre ces contrats sont très nettement supérieures à la rémunération versée par la société au titre du mandat social.

Piste de réflexion

L'AMF invite l'AFEP, le MEDEF et le HCGE à étudier les pratiques internationales sur le sujet et à réfléchir aux mesures à prendre dans de telles situations, afin que le conseil d'administration et l'ensemble des actionnaires en aient connaissance, et que les conflits d'intérêts éventuellement générés soient gérés de manière adéquate.

4. LES ADMINISTRATEURS INDÉPENDANTS

□ Le nombre d'administrateurs indépendants

Selon l'article 8.3 du code AFEP-MEDEF : « *La part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle* ».

Une société non-contrôlée de l'échantillon, **SOITEC**, déjà citée l'année passée par le HCGE pour non-respect du nombre d'indépendants¹²¹, n'est toujours pas en conformité avec la recommandation du code susmentionnée. Le taux d'administrateurs indépendants s'élève à 33,33 % alors qu'il aurait dû être de 50 %.

L'AMF note que la proportion s'est améliorée passant de 25 % en 2018 à 33% en 2019 et que le conseil va continuer à poursuivre l'objectif d'augmenter son ratio d'indépendance, afin qu'il excède à l'avenir le taux de 50 %. Cependant, elle constate que la situation n'a que peu évolué au cours des 3 dernières années alors que la société a continuellement, année après année, déclaré vouloir une évolution et que la situation aurait pu évoluer car de nombreux mandats d'administrateur ont été renouvelés. L'AMF relève qu'aucune explication satisfaisante n'est fournie pour justifier du non-respect de la recommandation. En application de la démarche « *appliquer ou expliquer* » (recommandation 27 du code AFEP-MEDEF), la justification doit notamment « *indiquer les mesures alternatives adoptées le cas échéant et décrire les actions qui permettent de maintenir la conformité avec l'objectif poursuivi par la disposition concernée du code* ». En l'occurrence, aucune action ne semble être conduite pour maintenir une conformité avec l'objectif poursuivi par cette disposition.

L'AMF constate donc que la société **SOITEC** explique la situation notamment par le nombre de représentants des trois actionnaires entrés récemment au capital. En l'absence d'évolution de la situation, **SOITEC** devrait se déclarer non conforme au code sur le sujet en reprenant cette explication.

□ Durée du mandat d'administrateur indépendant supérieure à 12 ans

L'AMF observe encore trop de sociétés se référant au code AFEP-MEDEF dans lesquelles des administrateurs siégeant depuis plus de 12 ans continuent d'être qualifiés d'indépendants.

Pour justifier de l'indépendance après douze ans, les sociétés mettent en avant les diplômes et les compétences des administrateurs, leur capacité à avoir un esprit critique, du recul, une certaine liberté de parole ou encore leurs connaissances approfondies du groupe. Ces explications sont ainsi très subjectives et restent peu convaincantes. En effet, le risque demeure, pour une personne qui siège depuis plus de 12 ans, qu'elle perde le recul et le regard critique qui est attendu d'elle et ce, pour plusieurs raisons, entres autres de dépendance financière, des liens de proximité et d'une plus grande difficulté à remettre en cause une décision antérieurement prise.

Comparaison européenne

À titre de comparaison européenne, les codes d'autres pays remettent en question l'indépendance des administrateurs après une durée de mandat encore plus courte : 9 ans au Royaume-Uni¹²² et en Italie¹²³.

□ L'indépendance de l'administrateur référent

Dans le cas de la société **CARREFOUR**, le conseil d'administration a décidé de nommer un administrateur référent parmi les administrateurs non-indépendants, ce qui contrevient à l'article 3.2 du code AFEP-Medef : « *le conseil peut désigner un administrateur référent parmi les administrateurs indépendants, notamment lorsqu'il a été décidé de l'unicité des fonctions. En cas de dissociation des fonctions de président et de directeur général, les missions confiées, le cas échéant, au président du conseil en sus de celles conférées par la loi, sont décrites* »¹²⁴. Dans ce sillon, la recommandation AMF 2012-02¹²⁵ reprend les termes du code en citant *in extenso* la recommandation précitée.

¹²¹ HCGE, Rapport du Haut Comité de gouvernement d'entreprise, octobre 2018, pp. 36-37

¹²² UK Corporate Governance Code, Provision 10: « *The board should identify in the annual report each non-executive director it considers to be independent. Circumstances which are likely to impair, or could appear to impair, a non-executive director's independence include, but are not limited to, whether a director: [...] has served on the board for more than nine years from the date of their first appointment* ».

¹²³ Italy Corporate Governance Code, July 2018, Article 3 – independent directors, 3.C.1.: « *The Board of Directors shall evaluate the independence of its non-executive members having regard more to the substance than to the form and keeping in mind that a director usually does not appear independent in the following events, to be considered merely as an example and not limited to: [...] e) if he/she was a director of the issuer for more than nine years in the last twelve years; ».*

¹²⁴ Il est précisé que la société **CARREFOUR** a fait le choix de l'unicité des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général.

¹²⁵ Recommandation AMF DOC 2012-02 : Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF.

L'AMF relève que la société motive le choix de cet administrateur référent non-indépendant par le fait que ce dernier a une « *expérience du secteur et de la gouvernance* » et qu'il est également « *représentant d'un des actionnaires de référence de la société* »¹²⁶. Cette explication n'est pas suffisante pour justifier la dérogation au code au regard de la situation de conflit d'intérêts potentiel dans laquelle se trouve cet administrateur et des missions qui lui sont confiées selon le règlement intérieur.

Selon l'article 3.2 du code AFEP-MEDEF, l'administrateur référent devrait être indépendant, car il est « *choisi parmi les administrateurs indépendants* » et que tout autre « *cas exceptionnel* » de non-indépendance (qualification retenue par la HCGE dans son rapport en 2017, page 13) devrait être dûment justifié.

L'AMF relève en outre que la société CARREFOUR n'a pas modifié, depuis 2017, son explication sur la situation de l'administrateur référent, alors que l'AMF l'avait déjà évoquée dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise 2018 (cf. p.5 et 46) en soulignant le caractère insuffisant de l'explication donnée par la société.

5. LES RÉMUNÉRATIONS LONG TERME

L'AMF relève une grande diversité des systèmes de rémunération pluriannuels instaurés par les sociétés. Cette diversité se traduit en premier lieu par les appellations très différentes de ces mécanismes de rémunération : action de performance, rémunération différée, plan de rémunération long terme, intéressement long terme, programme d'incitation à long terme, unité de performance, *group performance units* (« GPU »), unité monétaire, unité de prime à la création de valeur, ou encore unité de performance future.

Ces mécanismes de rémunération de long terme ont, selon le code AFEP-MEDEF¹²⁷, non seulement pour objectif d'inciter les dirigeants à inscrire leur action dans le long terme mais aussi de les fidéliser et de favoriser l'alignement de leurs intérêts avec l'intérêt social de l'entreprise et l'intérêt des actionnaires. Une part d'aléa s'y attache.

Ils ont en commun, parmi les différents critères retenus pour déterminer la rémunération, une indexation de cette dernière sur le cours de bourse. Leur valeur est susceptible d'évoluer de façon significative entre leur date d'attribution et leur date de versement. En conséquence, lorsque l'évolution du cours de bourse est en hausse importante, le montant versé à l'issue de la période d'acquisition peut ne plus être en corrélation avec la valeur d'attribution et l'importance des travaux et missions ayant conduit à cette attribution.

Comparaison européenne

La situation est différente, au Royaume-Uni où le UK Corporate Governance Code prévoit une possibilité de révision des rémunérations long terme¹²⁸.

L'AMF considère qu'il est important de poursuivre la réflexion sur la possible mise en place, dès l'attribution, d'un mécanisme de plafonnement ou de révision dans le temps des rémunérations long terme attribuées.

¹²⁶ L'administrateur représente Galfa SAS qui détenait, au 31 décembre 2018, 10,09% du capital et 15,69% des droits de vote (page 352 du document de référence 2018).

¹²⁷ Article 24.3.3 du code AFEP-MEDEF.

¹²⁸ Provision 37: "Remuneration schemes and policies should enable the use of discretion to override formulaic outcomes. They should also include provisions that would enable the company to recover and/or withhold sums or share awards and specify the circumstances in which it would be appropriate to do so". Les FRC Guidance on board effectiveness précisent, en complément : « §138. The remuneration committee is expected to exercise judgement when determining remuneration awards. It needs to be mindful of the possible monetary outcomes and of external perceptions arising from its decisions. Remuneration schemes should provide or the use of discretion to override formulaic outcomes. "§139. One approach to discretion might be to assess the overall reasonableness of the total rewards and recommend adjusting pay awards, for example, where the outcome would otherwise not be aligned to individual performance and results achieved or would not deliver the policy intention. An active decision on whether to exercise discretion would become a normal part of the annual process to determine remuneration outcomes. It will be important to ensure that the terms of individual contracts and scheme rules do not prevent such adjustments".

ANNEXE 1 : LISTE DES SOCIÉTÉS DE L'ÉCHANTILLON

AIR LIQUIDE
ALTRAN TECHNOLOGIES
AXA
BNP PARIBAS
CGG
CREDIT AGRICOLE
DANONE
DASSAULT SYSTEMES
ELIOR
ENGIE
ESSILOR LUXOTTICA
ERAMET
EUROPCAR MOBILITY GROUP
FNAC DARTY
HERMES INTERNATIONAL
IPSOS
KERING
LVMH
L'OREAL
M6-METROPOLE TV
MAISONS DU MONDE
MERCIALYS
NEOPOST (devenu QUADIENT)
NEXANS
NEXITY
ORANGE
PERNOD RICARD
SAFRAN
SANOFI
SCHNEIDER ELECTRIC
SOITEC
SOPRA STERIA
SPIE
TARGET
TECHNICOLOR
TF1
TOTAL
VALLOUREC
VINCI
VIVENDI