



La gouvernance des sociétés cotées

Rapport pour la **Commission Européenne**,
remis par la **Fondation pour le droit continental**
et rédigé par :

Michel GERMAIN, Professeur à l'Université de Paris II

Véronique MAGNIER, Professeur à l'Université Paris-Sud

Marie-Aude NOURY, Avocat au Barreau de Paris

Septembre 2013

Sommaire

<i>Introduction</i>	1
I) La gouvernance du côté des dirigeants	3
A) Conseil d'administration ou directoire et conseil de surveillance...	4
B) La Soft Law	10
C) Les codes de gouvernance	12
D) Comply or explain	13
E) Les rémunérations	18
F) Le conflit d'intérêt	22
a. Le système de prévention	24
b. Le système de sanction	26
c. Les avantages de ce système	27
G) La diversité des membres du conseil d'administration	29
II) Les actionnaires	29
A) Les actionnaires institutionnels	29
B) Les agences de vote	30
C) L'implication des actionnaires	32
D) L'identification des actionnaires	35
III) Les parties prenantes	36
A) Les salariés	36
B) La RSE	41
a. Un <i>comply or explain</i> innovant	44
b. La question du contrôle	45
<i>Annexes</i>	
<i>Annexe 1</i>	47
<i>Annexe 2</i>	56

1. La Fondation pour le droit continental. La Fondation pour le droit continental a souhaité cette étude, pour essayer de proposer une vision globale de la gouvernance des sociétés commerciales, qui permette de maintenir les héritages pertinents de notre tradition juridique et ses modalités propres d'adaptation au monde moderne¹. On essaiera donc de présenter les grands principes qui peuvent éclairer les axes d'évolution de la gouvernance des sociétés, en harmonie avec les fondements du droit français. Les origines romano-germaniques du droit français donnent tout particulièrement de l'intérêt à quelques éléments de comparaison avec le système allemand. A cet effet, en annexe, figure une courte synthèse sur le code de gouvernance allemand qu'on a fait suivre par souci d'équilibre d'une même synthèse sur le code de gouvernance anglais.

Ce faisant la Fondation a souhaité apporter une contribution à la réflexion européenne qui s'inscrit dans le cadre du Plan d'action en droit européen des sociétés du 13 décembre 2012². Ce Plan, fruit d'une consultation publique de 2012, porte à la fois sur la gouvernance des sociétés et sur le droit des sociétés. Comme le précise le Plan, la gouvernance des sociétés ne concerne que les sociétés cotées sur un marché réglementé et c'est à ce seul sujet que se limitera ce rapport³. Il n'en reste pas moins que ce mot de gouvernance recouvre beaucoup d'aspects de droit pur et de *soft law* et qu'il ne sera pas possible de les envisager tous, tellement les règles de droit sont nombreuses et tellement les codes de gouvernance et les pratiques s'enrichissent mutuellement de leurs innovations permanentes⁴.

2. La gouvernance. La gouvernance est le nom actuellement donné au droit des sociétés dans ses aspects les plus fondamentaux. Cette appellation recouvre tout un ensemble de traits modernes de l'organisation des sociétés au sens général du terme. Mais comme le nom veut l'indiquer, dans l'utilisation générale qui en est faite depuis une vingtaine d'années, bien au-delà de la sphère des sociétés commerciales, la gouvernance dépasse le droit et embrasse des règles non juridiques. Le champ d'application de la gouvernance, selon le plan européen de décembre 2012, recouvre, trois aspects, qui peuvent paraître assez différents : l'un qui est le bon fonctionnement des organes de direction (conseil d'administration, code de gouvernance, rémunération, conventions réglementées, conflit d'intérêts),

¹ La préparation de ce rapport s'est effectuée dans un laps de temps très court au travers de la rencontre d'acteurs importants de la Place de Paris, mais il ne peut prétendre refléter une quelconque vision officielle de ces acteurs privés ou publics. Ce rapport n'engage naturellement que ses auteurs.

² P.-H. Conac et *alii*, Réflexions collectives sur le nouveau plan d'action en droit européen des sociétés, Rev. soc. 2013, p. 391.

³ Il existe en France 562 sociétés cotées sur un marché réglementé (Observatoire ATH, Zoom sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées, 2013, p.56). En fonction de la capitalisation boursière, il existe 148 sociétés du compartiment A (plus d'1 milliard d'euros), 136 sociétés du compartiment B (entre 150 millions d'euros et 1 milliard d'euros) et 278 sociétés du compartiment C (moins de 150 millions d'euros).

⁴ Ernst et Young, Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises, 2012.

l'autre qui est une organisation rationnelle de la mise en forme de la volonté des actionnaires (présence des agences de vote, implication des actionnaires, identification des actionnaires) et le troisième qui est la prise en considération de l'entreprise et de son environnement derrière la société, c'est-à-dire la prise en considération des parties prenantes.

Pour s'en tenir aux deux premiers aspects, on peut légitimement se demander si ce qu'il importe de réglementer est la gouvernance des dirigeants – qu'on pourrait appeler la « dirigeance » – ou la gouvernance des actionnaires. On peut avoir le sentiment que les actionnaires ne représentent pas le niveau de décision optimal et qu'ils détiennent de toutes façons l'arme absolue de voter avec leurs pieds. Et qu'il suffit de s'intéresser à la « dirigeance ». Les idées du gouvernement des entreprises ont été particulièrement sensibles à cet aspect. Mais il importe aussi de savoir dans quelle mesure les actionnaires sont en état d'influencer la « dirigeance ». Il se pose donc tout particulièrement la question de la meilleure expression possible des actionnaires. Il faut noter d'ailleurs que les principes des codes de gouvernance ont été en général dictés ou voulus par les dirigeants en prévision des demandes des actionnaires.

Aussi ces deux étages sont-ils beaucoup plus liés qu'il ne pourrait le sembler de prime abord. A vrai dire chacun de ces deux étages méritent attention et sont en interaction constante.

3. La taille et l'actionnariat des sociétés. Il faut déjà attirer l'attention sur le fait que la gouvernance des sociétés doit être adaptée à la taille des entreprises. Le discours est souvent tenu, tant au niveau national qu'au niveau européen, qu'il faut prendre en considération ce paramètre essentiel. Mais dans le même temps on introduit des complexités nouvelles qui dépassent les capacités des entreprises moyennes : par exemple, en nombre d'administrateurs indépendants ou d'administrateurs femmes, au regard des obligations de composition et de parité des conseils d'administration. L'on évoquera dans ce rapport surtout les modes de gouvernance des plus grandes sociétés qui sont un peu des modèles, mais il conviendra de lire ces développements en pensant qu'il peut en aller différemment pour une partie des entreprises cotées⁵. En sens contraire, certains de nos

⁵ Les catégories ne sont pas fixées d'une manière impérative. Le code de gouvernance des entreprises des sociétés cotées, rédigé par l'AFEP et le MEDEF, s'applique aux sociétés cotées sur un marché réglementé, tandis qu'un code MiddleNext, rédigé par l'association MiddleNext qui défend « les intérêts des valeurs moyennes », propose un code pour les valeurs moyennes et petites qui sont les sociétés cotées sur un marché réglementé dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros (compartiment B et C) ainsi que pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation (Alternext). La possibilité actuellement ouverte aux sociétés de choisir leur code de référence conduit à cette offre de deux codes possibles pour les valeurs moyennes.

interlocuteurs ont fait remarquer que des sociétés cotées de petite taille ont tendance à viser le standing de gouvernance le plus élevé, c'est-à-dire le code de gouvernance AFEP-MEDEF, pour faire la meilleure impression possible sur les investisseurs. Mais cette volonté d'un positionnement noble peut conduire à des conduites assez artificielles, si les sociétés, incapables d'assumer les contraintes de leur choix, inventent une sorte de « shadow gouvernance », différente de celle qu'elles présentent en apparence aux yeux de tous. Cette situation ne serait pas rare et il est évident que, dans ce cas, la voie choisie est non seulement contraire aux principes de gouvernance, qui ne sont respectés que de façon purement formelle, mais peut aussi être dangereuse pour les dirigeants, qui gouvernent sans le dire ou pour les dirigeants qui ne dirigent qu'en apparence. Ces situations doivent pousser à ne pas faire peser sur toutes les sociétés une gouvernance trop recherchée.

S'il peut paraître souhaitable de faire dépendre la gouvernance des sociétés de leur taille, il est un autre facteur de distinction entre les sociétés : c'est celui de l'existence ou non d'un actionnaire de contrôle. Il est à juste titre pris en considération par certaines règles de *soft law* : c'est ce que fait le code de gouvernance AFEP-MEDEF pour ce qui est du nombre d'administrateurs indépendants plus important dans « les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle »⁶.

I. La gouvernance du côté des dirigeants

4. Un système souple et adaptable à chaque société. De ce point de vue, contrairement à ce qui a pu être pensé il y a quelques années, le système français est un système qui a su à la fois beaucoup innover dans le sens d'une grande souplesse et d'une grande adaptabilité aux spécificités de chaque entreprise, tout en gardant quelques principes fondamentaux sur lesquels le droit français est fondé. Les organes sont prévus par la loi et ont des compétences définies strictement par les textes, sauf quand ceux-ci offrent une liberté de détermination des pouvoirs aux statuts.

⁶ Il est intéressant de noter que pour ce qui est des sociétés du CAC 40 dans une statistique un peu ancienne, 27 sociétés étaient détenues par un ou plusieurs actionnaires ayant entre 10% et plus de 30% du capital : AMF, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, (dir. Field), octobre 2008, p.25 et 26. Il est évident que ce pourcentage de sociétés détenues par un actionnaire contrôlant en fait ou en droit est beaucoup plus élevé dans les autres sociétés cotées, ayant une moindre capitalisation boursière.

5. L'intérêt social. Les organes dirigeants de la société doivent respecter l'intérêt social, qui n'est pas seulement celui des actionnaires, mais aussi celui de l'entreprise; le code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF dans sa version de 2013 dit de manière claire que le conseil d'administration doit exercer « les compétences qui lui sont dévolues par la loi pour agir en toute circonstance dans l'intérêt social de l'entreprise ». Cette précision du code de gouvernement d'entreprise ne dit pas de façon positive ce qu'est l'intérêt social, mais elle permet de comprendre que l'intérêt des actionnaires n'est pas forcément le seul intérêt qui doit être pris en considération. La formule évoque l'entreprise et cette présentation laisse entendre qu'il faut comprendre l'intérêt des actionnaires au travers de celui de l'entreprise, qui regroupe le sien propre et celui de ses salariés, de ses clients ou de ses fournisseurs... Les marges dans lesquelles les intérêts de l'entreprise seront considérés ne sont pas définies, mais il y a là une zone d'initiative laissée en dernier lieu au contrôle du juge. Cette zone d'initiative est liée à l'intérêt à long terme des actionnaires, car on présume en quelque sorte que l'intérêt de l'entreprise à long terme est, au final, bon pour les actionnaires⁷. Ce nouveau postulat semble prendre la place de l'ancien postulat de la valeur actionnariale, qui s'exprimait dans un temps court, voire dans le présent le plus immédiat, dans la mesure où elle s'identifiait au cours de bourse. Il est vrai que certains ont critiqué le caractère vague de l'intérêt social de l'entreprise pour la raison qu'il conforterait le pouvoir arbitraire des dirigeants⁸. Il nous semble au contraire que cette latitude d'action, contrôlée éventuellement par le juge, est un gage d'adaptation de la société au monde dans lequel elle vit et un signe plutôt favorable de la souplesse reconnue à la gouvernance.

A. Conseil d'administration ou directoire et conseil de surveillance

Le droit français offre le choix entre les deux formules fondamentales, celle de la société anonyme à conseil d'administration et celle de la société anonyme à directoire et conseil de surveillance. La première forme de la SA se dédouble en deux sous-systèmes, selon que les fonctions de dirigeant sont dissociées ou non : président du conseil et directeur général (DG) ou un seul homme occupant les deux fonctions (PDG).

⁷ Les règles de droit des sociétés font de plus en plus place à l'attention que les dirigeants doivent porter aux *stakeholders* : ainsi en va-t-il du droit anglais (art. 172 loi de 2006 : « A director must act in the way he considers in good faith would be most likely to benefit its members as a whole and in doing so have regard (amongst other matters) to (a) the long term interests of the company (b) the interests of the employees (c) suppliers etc (d) the community and the environment (e) business ethics etc. »
De son côté, le code de gouvernance allemand rappelle que le directoire et le conseil de surveillance « collaborent étroitement dans l'intérêt de l'entreprise » (voir Annexe 1).

⁸ J.Peyrelevade, Le Gouvernement d'entreprise, Economica, 1999, p.47.

6. Le système traditionnel. Le système le plus répandu est le système traditionnel mettant en place un conseil d'administration avec un président directeur général, qui a les pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société. La personne ayant des fonctions exécutives est le PDG. Mais il a aussi pour rôle de présider le conseil d'administration, qui est un organe d'aide à la décision pour les décisions stratégiques et un organe de contrôle. Ce conseil est rarement composé de grands cadres ou de managers de la société et comprend généralement des personnes extérieures à la société choisies pour leurs compétences dans la vie économique en général ou dans l'activité particulière de la société. Certes cette spécificité du conseil à la française relève d'une simple vue sociologique des organisations, mais elle mérite d'être prise en considération plus qu'il n'est fait en général. On a en effet tendance dans une vue excessivement juridique à considérer tous les *boards* comme étant des structures de contrôle équivalentes, relevant d'une appréciation semblable. Or, pour prendre l'exemple du *board* anglais, celui-ci était essentiellement composé d'*executive* : l'*executive director* a des fonctions *executive*, c'est-à-dire qu'il est chargé d'une mission opérationnelle spécifique au sein de l'entreprise (*CEO*, finance, marketing, etc.). Ces fonctions sont en principe déléguées par le *board* et accomplies normalement dans le cadre d'un contrat de travail⁹. L'introduction de l'administrateur indépendant prend alors un sens particulier dans le système anglais, différent de ce qu'il peut être dans le système français, qui connaissait peu d'*executive* au sein du conseil d'administration. Autrement dit l'introduction d'un indépendant n'aura pas la même portée, ni la même signification dans un cas et dans l'autre. Pour le système anglais, l'administrateur indépendant permet à la société de se confronter à l'opinion de personnes extérieures à la société, tout en gardant le contact avec la hiérarchie de l'entreprise alors que dans le système français l'administrateur indépendant permet de s'entourer de l'opinion de personnes encore plus extérieures à la société, sans relation particulière avec l'entreprise elle-même. Ceci explique peut-être que soit ressenti, du moins dans les plus grandes entreprises françaises, le besoin pour les administrateurs d'une relation avec le comité exécutif (COMEX), qui est l'organe de réflexion et de décision où siègent les hauts cadres de l'entreprise¹⁰.

7. L'administrateur indépendant. L'administrateur indépendant n'est pas défini par la loi. La loi y fait seulement référence à propos des comités d'audit. Sa définition relève de la *soft law* et est donnée par les codes de gouvernance. Les critères mentionnés dès l'origine sont restés assez stables et tendent à écarter de cette

⁹ CREDA (dir. Y. Chaput et A. Levi), La direction des sociétés anonymes en Europe, *Lexis Nexis* 2008, p. 63.

¹⁰ Bournois et alii, Comités exécutifs, Voyage au cœur de la dirigeance, *Eyrolles*, 2007.

qualification des administrateurs risquant de se trouver en conflit d'intérêts au sein de la société. Les cas de figure sont clairement identifiés : occupations présentes ou passées de fonctions de dirigeant mandataire social ou de salarié dans la société ou le groupe, relations d'affaires... Ces critères sont tous qualitatifs, à l'exception d'un seul : le fait d'avoir été administrateur pendant plus de douze ans. Ce critère pose souvent problème. En effet, selon ce critère, un administrateur –parce qu'expérimenté– perdrait son indépendance. Or les sociétés attachent du prix à l'expérience de leurs administrateurs et à leur familiarité avec l'activité de l'entreprise et vont donc assez souvent déroger à ce critère au titre du *comply or explain*. Il faut bien reconnaître d'ailleurs que ce critère peut prêter à discussion : nombre de nos interlocuteurs ont fait remarquer qu'un administrateur indépendant qui vient d'être nommé et souhaite être réélu est sans doute moins indépendant qu'un administrateur de douze ans.

L'élection d'administrateurs indépendants est imposée par les codes de gouvernance, selon des proportions qui varient, en fonction de l'existence ou non d'un actionnaire de contrôle¹¹.

8. Le système traditionnel avec dissociation des fonctions. Une variante du système précédent résulte de la loi de 2001, qui a donné la possibilité au conseil d'administration des sociétés de dissocier la fonction de président du conseil d'administration et de directeur général. Certaines sociétés ont décidé d'utiliser cette possibilité. Elles sont cependant très minoritaires¹² et on assiste plutôt à une tendance à une réunification des fonctions de président et de directeur général. La dissociation des fonctions a été surtout utilisée pour faciliter la succession d'un PDG sortant : l'ancien PDG occupe les seules fonctions de président du conseil d'administration, avant de reconstituer au profit du DG qui a fait ses preuves les fonctions de PDG. On remarquera également que, parmi certaines des sociétés ayant adopté la dissociation, le président du conseil non exécutif se voit reconnaître, le cas échéant par délégation du conseil d'administration, un pouvoir spécifique de représentation de la société, à l'égard des clients ou des autorités publiques.¹³

9. L'idée de l'administrateur référent. Ce système de la dissociation, très valorisée par les agences de vote, se heurte, on le voit, à la réticence des grandes sociétés. Mais devant les demandes récurrentes des agences de vote, certaines sociétés ont imaginé de s'inspirer du *Senior Non Executive Director*, dit aussi *Senior*

¹¹ Le code MiddleNext recommande un nombre d'administrateurs indépendants dépendant également de la taille du conseil d'administration. La part des administrateurs indépendants représente 59,3% des administrateurs des sociétés du CAC 40, 45,1% de ceux des sociétés du SBF 120 et 34,5% de ceux des Midcaps (Ernst et Young, Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises, 2012, p. 12).

¹² Ce que montre bien le dernier rapport AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées de 2012 : 73% des sociétés ont unifié leurs fonctions de président et de directeur général contre 67% l'année précédente.

¹³ Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, p.37

Independent Director anglais, pour donner à un administrateur un rôle prééminent au sein du conseil d'administration. Les pratiques sont diverses, mais l'on peut cependant en donner quelques illustrations : cet administrateur aura pour mission d'essayer d'apaiser les conflits entre administrateurs, de gérer les conflits d'intérêts de certains administrateurs en référence avec ce que dit le code de gouvernance ou la charte des administrateurs, de conseiller le président directeur général sur la convocation du conseil ou l'organisation de l'ordre du jour, d'organiser éventuellement des réunions des seuls administrateurs indépendants avant ou après des conseils d'administration importants. Le code de gouvernance AFEP-MEDEF parle peu de cet administrateur référent, mais l'évoque seulement au titre de sa rémunération éventuelle (art. 21-1) et de la détermination nécessaire de sa mission (art. 6-5). Il est intéressant de noter au passage comment naît une coutume de *soft law*, qui ne procède pas vraiment d'un code de gouvernance, mais qui sera sans doute consacrée comme telle un peu plus tard¹⁴.

La description rapide de ses fonctions montre à l'évidence qu'il s'agit de mettre en place une sorte de contre-pouvoir à celui du PDG, qui ouvre le débat dans les moments importants et puisse aider, si possible, à le conclure de la manière la plus harmonieuse. Un double rôle de lanceur d'alerte et de médiateur. Trouver le bon administrateur référent sera donc manifestement délicat. Il doit avoir suffisamment de poids dans un dialogue qui peut être difficile avec le président. Les bons candidats seront rares et de manière un peu paradoxale on voit parfois désigné comme administrateur référent un administrateur qui n'est pas indépendant au sens du code de gouvernance AFEP-MEDEF, parce qu'il s'agit d'un ancien dirigeant emblématique de la société. En sens contraire on notera que cette fonction plaît aux sociétés pour un affichage de bonne gouvernance et l'on voit même des sociétés à directoire et à conseil de surveillance désigner un tel « référent » dans un conseil de surveillance.

10. Les interrogations juridiques au sujet de l'administrateur référent. La difficulté essentielle, que l'on rencontre est celle de la compatibilité entre les règles juridiques de fonctionnement du conseil d'administration et la création spontanée de ce nouvel « organe ». C'est d'ailleurs là que l'on voit que le droit est assez minimaliste en ce domaine et laisse beaucoup de latitude aux dirigeants pour s'organiser comme ils l'entendent. Mais il existe des limites dont la définition exacte peut poser question.

¹⁴ L'Institut français des administrateurs (IFA) travaille actuellement sur ce thème. 46% des sociétés du panel disposent désormais d'un administrateur référent contre 41% l'an dernier (Ernst et Young, précité, p. 10)

La première contrainte est que la reconnaissance de cette qualité particulière de l'administrateur référent ne doit pas nuire à un principe fort du caractère collégial du conseil d'administration, qui s'exprime dans l'idée que le conseil œuvre dans le sens de l'intérêt de l'entreprise. Les décisions doivent être prises par l'ensemble du conseil et il ne faudrait pas que l'existence de l'administrateur référent porte atteinte à ce principe ou déresponsabilise certains administrateurs. Dans ce sens les séances entre seuls administrateurs indépendants ne doivent que permettre un dialogue plus construit et ne pas organiser une guerre de tranchées, qui serait dommageable pour tous. Il ne faudrait pas non plus qu'apparaisse une classe nouvelle d'administrateurs, référent ou présidents de comités du conseil d'administration, ayant le pas sur les autres administrateurs.

La seconde contrainte est que le droit des sociétés institue des organes, dont les pouvoirs résultent de la loi. Les fonctions de l'administrateur référent ne peuvent donc s'inscrire que dans les trous de la règle de droit. La loi reconnaît au président du conseil la mission d'organiser et de diriger les travaux du conseil et laisse aux statuts le soin de déterminer les règles relatives à la convocation et aux délibérations du conseil d'administration. Il convient donc, dans les limites des choix statutaires et de la mission conférée par loi au président du conseil, d'apprécier dans quelle mesure l'administrateur référent peut assister ou conseiller le président, notamment au titre de la convocation du conseil.

Il faut sans doute attendre que la coutume se précise, comme il était dit plus haut, mais on retiendra d'une première observation que le développement de manières de faire originales propres à la culture de chaque entreprise permet un enracinement réel de la gouvernance, mais qu'il faut en même temps veiller à ce que la création désordonnée d'organes originaux ne brouille pas la carte des responsabilités de chacun.

11. La société anonyme avec directoire et conseil de surveillance. L'autre formule possible est celle de la société anonyme à directoire et conseil de surveillance. Ce mode de direction est particulièrement employé dans les hypothèses où la société est contrôlée (actionnariat familial ou institutionnel), l'actionnaire de contrôle ne souhaitant pas forcément détenir des fonctions exécutives.

Deux observations peuvent être faites :

La première tend à relativiser la distinction des deux formes de sociétés à conseil d'administration et à directoire et conseil de surveillance. On s'aperçoit en effet que la structure juridique n'a pas forcément la force que les juristes ont tendance à

lui prêter. Tel président de conseil de surveillance a de par son positionnement personnel dans la société plus de poids qu'un président du directoire. Pour ce qui est de l'Allemagne, on se rend compte que le conseil de surveillance a pris une importance qui semble aller au-delà du simple rôle du contrôleur, en partie à cause de la présence des salariés dans cette enceinte, qui valorise le conseil de surveillance lui-même. Ce constat doit rendre le législateur relativement modeste.

La seconde a trait à la portée réelle de la distinction du contrôleur et du contrôlé. C'est cette distinction qui justifie la forme de la société à directoire et à conseil de surveillance, tandis que la société à conseil d'administration confond par nature ces deux instances, le conseil d'administration ayant d'après la loi française aussi un rôle de surveillance. Or l'évolution de la pratique française comme de la pratique allemande tend en renforçant le contrôle du conseil de surveillance sur le directoire à conférer au conseil de surveillance un regard beaucoup plus direct sur la gestion de la société que ce que l'esprit des textes prévoyait à l'origine. En France, les statuts peuvent allonger la liste légale des décisions de gestion qui doivent être autorisées par le conseil de surveillance, selon l'article L.225-68 du code de commerce et la pratique use souvent de cette possibilité. En Allemagne, le § 111a.4 de la loi prévoit que « les statuts ou le conseil de surveillance doivent déterminer les types d'opérations qui doivent être approuvés par le conseil de surveillance » et la pratique allemande use de plus en plus de cette possibilité. Comme si une séparation rigoureuse de deux instances entravait excessivement l'énergie de la société. Certains de nos interlocuteurs – en France – nous ont d'ailleurs dit, un peu dans ce sens, que la forme de la société anonyme classique est préférable quand la société se porte bien, alors que la forme dualiste présente particulièrement d'avantages en cas de difficultés dans la société. Il faut ajouter une particularité qui résulte de l'absence d'un code de gouvernance propre aux sociétés à directoire et conseil de surveillance. La transposition du code de gouvernance à ce type de sociétés conduit naturellement à une adaptation au cas par cas. Elle emporte en particulier la création de comités spécialisés au sein du conseil de surveillance. L'institution de comités d'audit, de nomination et de rémunération conduit donc des membres du conseil de surveillance à intervenir dans le cadre de la préparation d'un certain nombre de décisions et d'arbitrage d'ordre comptable, managérial ou relevant de la sphère des ressources humaines, ce qui confère autrement une position importante au conseil de surveillance.

L'observation des réalités françaises actuelles montre que les sociétés qui s'étaient écartées de la forme classique de la SA avec PDG pour choisir la société à

directoire et conseil de surveillance ont tendance à revenir à cette forme traditionnelle¹⁵.

B. La soft law

12. La place de la soft law. On peine à définir sa juste place. A vrai dire cette idée connaît des hauts et des bas. A la suite de la publication des principes américains de *corporate governance*, l'idée répandue par ses promoteurs a été que l'excellence de ces pratiques devait par sa seule force d'attraction conduire les sociétés à les pratiquer. En fait cette attirance toute platonicienne pour le bien fut relativement illusoire dans un premier temps. L'affaire Enron, au milieu d'autres affaires semblables, montra qu'il n'en était rien et la loi Sarbanes-Oxley réinventa à nouveau la règle de droit aux Etats-Unis et les lois de 2001 et de 2003 firent de même en France. Dans un mouvement de balancier, l'on revint par la suite à la pratique des codes de gouvernance, auxquels l'on apporta dans un second temps la limite du *comply or explain*. La question va dès lors se poser de savoir si le *comply or explain* n'est pas marqué par un angélisme excessif. Cette hésitation entre les deux voies marque profondément la matière. Elle s'est encore révélée dans toute son actualité avec la question des rémunérations des dirigeants : le gouvernement français a accepté en mai 2013 de renoncer à une loi sur la question au profit d'innovations dans le nouveau code de gouvernance AFEP-MEDEF paru en juin 2013.

13. L'inspiration anglo-américaine de la soft law. Les règles de *soft law* se sont développées dans les années 1990 et ont donné naissance aux codes de gouvernance, parmi lesquels il faut citer tout particulièrement le code français AFEP-MEDEF. Or il se trouve que ces codes ont été très inspirés d'un modèle économique américain dont il n'est pas sûr qu'il soit, en tout ou en partie, adapté à l'Europe et il est intéressant avant d'aller plus loin de rappeler les idées principales qui irriguent ce modèle de *corporate governance*.

Le système de gouvernance d'un organisme économique est organisé pour créer de la valeur. Dans la conception américaine dominante, la valeur pour l'entreprise se confond avec la valeur pour les actionnaires – valeur actionnariale – et sa création va se faire par des voies d'incitation et de surveillance des dirigeants. Les dirigeants n'étant que les mandataires, c'est-à-dire les agents, des actionnaires, il y a danger que les dirigeants ne profitent de la situation au détriment des

¹⁵ En 2011, 80% des sociétés cotées sont des sociétés anonymes à conseil d'administration, contre 73% l'année précédente (Rapport de l'AMF de 2012 sur le gouvernement d'entreprise et les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées).

actionnaires. Il y a là un conflit d'agence. Le coût en est représenté par les pertes supportées par les actionnaires au regard de la richesse qu'ils auraient pu atteindre en l'absence de ces conflits. Les mécanismes de contrôle (incitation et surveillance) permettent de réduire les pertes de valeur.

La question qui se pose est alors de savoir si ces idées représentent une vérité absolue ou si elles sont l'expression d'une situation de fait originale, qui se caractérise par un actionnariat très dispersé, qui éloigne considérablement les dirigeants des actionnaires et qui rend l'autonomie des dirigeants particulièrement dangereuse pour les actionnaires.

14. Les critiques possibles. Une partie de la recherche économique moderne se demande si cette obsession de garde-fous n'est pas excessive pour deux raisons : d'une part, ceux-ci protègent contre la déloyauté, mais pas contre l'erreur de gestion ou l'absence de bon projet économique inventif ; d'autre part la structure des sociétés françaises et européennes n'est pas forcément semblable à celle des sociétés américaines et comporte souvent la présence d'un actionnaire majoritaire ou très dominant, qui interdit aux dirigeants d'abuser de leur situation fiduciaire à leur propre profit.

Cette histoire montre une limite intrinsèque des bonnes pratiques de *corporate governance*, en ce qu'elles sont venues du monde anglo-américain et qu'elles peuvent présenter un idéal qui n'est pas forcément adapté à toutes les sociétés européennes. Mais il faut aussi avoir conscience que ce développement des bonnes pratiques s'est inscrit dans les système européen et français à un moment où les investisseurs avaient besoin d'être rassurés sur la gouvernance elle-même, à la suite d'affaires et de scandales qui n'étaient pas propres aux Etats-Unis. C'est d'ailleurs dans la recherche de cette confiance que se trouve sans doute la raison principale d'une bonne gouvernance. Tout le monde sait qu'aucune étude économique n'apporte la preuve que la bonne gouvernance fait la bonne entreprise¹⁶. Mais en revanche il est sûr que les investisseurs ne peuvent investir dans le moyen et long terme que s'ils ont confiance dans la gouvernance des sociétés. Cette évolution historique interroge cependant sur l'évolution à venir. On peut se demander si le phénomène, utile et nécessaire, à un moment historique ne doit pas être contenu au regard des risques d'une industrie de la gouvernance, menée par des « entrepreneurs de morale », à la recherche permanente de leur propre croissance.

¹⁶ « Au-delà de l'intuition naturelle qu'une bonne performance financière pérenne et une gouvernance de qualité sont liées, il faut se résoudre à constater qu'aucun modèle ne présente de résultats indiscutables en la matière » (Ernst et Young, Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises, 2012).

C. Les codes de gouvernance

15. L'introduction des codes. Ils ont été introduits dans la vie des sociétés, pour deux raisons : on a eu le sentiment que le droit ne pouvait pas à lui tout seul faire face à la diversité des situations en cause ; on a pensé que la forme même du droit était contraire à la diffusion d'un comportement qui devait se répandre par la seule force de l'idée et de la bonne réputation qui lui était liée.

16. Les questions posées par les codes. Ils posent quatre catégories de questions.

1/ La première question a trait à la nature de ce type de norme et à son intégration dans l'ordre juridique national. La doctrine française n'a jamais contesté la possibilité même d'une telle organisation normative¹⁷ à la différence de la doctrine allemande qui se pose la question de la constitutionnalité d'une telle norme. En revanche, la relation de ces règles nouvelles avec les règles de droit peut poser un problème de compatibilité. Autant l'ordre normatif du code de gouvernance peut s'exprimer aisément dans un lieu vide de droit. Autant il peut être assez compliqué de gérer à la fois un ordre juridique et un ordre non juridique sur les mêmes sujets. On verra comment le droit français s'est efforcé de lier règle légale et *soft law* : la solution est relativement claire pour ce qui est des conflits d'intérêts ; la solution est sans doute moins évidente pour ce qui concerne le *say on pay*, car le code de gouvernance est intervenu dans un contexte complexe ; la solution se cherche pour l'administrateur référent. Ces expériences montrent l'intérêt qu'il y a à veiller à la parfaite harmonie des deux ordres de règles. Le code allemand de gouvernance conjugue à la fois le rappel des règles essentielles de la loi et les impératifs de gouvernance, l'idée étant de mieux faire connaître le droit allemand aux investisseurs étrangers. Le code français de gouvernance ne fait qu'une référence plus légère au droit des sociétés existant. Quelle que soit la manière de faire, il importe surtout que chaque législateur, celui de la règle juridique et celui de la *soft law*, soit conscient des règles de l'autre ordre normatif.

2/ En second lieu, une difficulté purement technique apparaît de manière étrangement similaire dans le code de gouvernance français et allemand. C'est que chaque « code » traite de la forme de société la plus répandue dans son pays, la société anonyme à directoire en Allemagne et la société anonyme à conseil d'administration en France, alors qu'il existe en Allemagne un certain nombre de sociétés européennes de forme moniste et en France un certain nombre de sociétés

¹⁷ Y. Paclot, A propos de la juridicité du Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, *Rev.soc.* 2011, p. 395.

à directoire et conseil de surveillance. Il est demandé à l'utilisateur d'adapter les règles pour la forme de société minoritaire, mais ceci n'est pas toujours aisé (voir n°11).

3/ Ces « codes » posent en troisième lieu un problème d'application. Car si le code de gouvernance n'a pas la force juridique du droit, l'on s'aperçoit qu'il peine à s'appliquer. De là est venue l'idée du *comply or explain*. Mais cette nouvelle étape pose à son tour un problème, car la teneur de l'explication peut donner à douter de la pertinence de l'explication proposée par rapport à la norme évitée. La sanction est très difficile à imaginer. Elle demande en effet de savoir qui peut sanctionner et comment apporter la preuve de l'adéquation de l'explication.

4/ Un dernier aspect doit être signalé, que l'on rencontre également dans le code français et le code allemand de gouvernance. Les choses sont plus consciemment pensées dans le système allemand, puisqu'il est fait expressément une distinction entre deux niveaux de la norme optionnelle, les recommandations qui se reconnaissent à l'emploi du mot *soll* (« doit ») et les suggestions qui se reconnaissent à l'emploi des mots *sollte* ou *kann* (« devrait » ou « peut »), distinction qui a effet sur le jeu de la règle *comply or explain* (voir Annexe 1). Dans le code de gouvernance français AFEP-MEDEF, derrière quelques différences formelles, le code présente des recommandations qui sont en général de même force. On trouve cependant des formules plus optionnelles : ainsi est-il seulement « conseillé » qu'un administrateur salarié soit membre du comité en charge des rémunérations, ce qui semble une recommandation de basse intensité (art. 18.1). De son côté, l'AMF a ajouté d'elle-même des propositions, dont la force exacte mériterait d'être explicitée¹⁸. Il conviendrait donc, de manière générale, que les systèmes de gouvernance qui peuvent proposer des normes optionnelles d'impérativité différente, s'expriment clairement sur ce point, comme le fait le code de gouvernance allemand.

D. *Comply or explain*

17. La règle *comply or explain*. Bien que relativement récente, la règle figure parmi les mécanismes principaux de la gouvernance. Selon cette règle, chaque société concernée doit préciser, parmi les recommandations d'un code de référence, celles qu'elle a choisi d'appliquer (*comply*) et celles qu'elle a pris l'initiative d'écarter, la mise à l'écart d'une règle contraignant néanmoins la société à s'en

¹⁸ Voir par exemple l'avant-propos au Rapport final sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, juillet 2012 (dir. O. Poupart Lafarge).

expliquer (*explain*). Suivant l'objectif poursuivi, ce mécanisme recèle un double intérêt :

D'un côté, il s'inscrit dans le mouvement de balancier observé entre règle juridique contraignante et *soft law* et introduit une limite à la liberté offerte par la *soft law*. Elle favorise donc l'essor de la *soft law* tout en l'enserrant dans une certaine contrainte. De ce point de vue, elle est à mi-chemin entre liberté et contrainte et, à cet égard, semble instaurer un bon compromis pour les entreprises, leurs actionnaires et le marché. C'est d'ailleurs en constatant les faiblesses de l'auto-régulation que ce mécanisme fut d'abord introduit au Royaume-Uni – c'est-à-dire dans un système de *common law* -, puis étendu à tous les Etats membres de l'Union européenne par voie de directive.

En France, la règle européenne a été transposée dans le Code de commerce, sans que le législateur précise toutefois quel serait le code de référence pour les sociétés françaises (dans d'autres pays comme l'Allemagne ou le Royaume Uni, cette liberté n'existe pas et le code est imposé respectivement soit par la loi soit par l'autorité de marché) ni que cette référence à un code était obligatoire. Son application repose donc sur une démarche volontaire de la part des sociétés cotées. En pratique, néanmoins, la majorité des sociétés cotées a choisi de se référer à un code, le code de gouvernement d'entreprise rédigé par l'AFEP et le MEDEF. On peut y voir l'expression d'une autorégulation ayant permis l'établissement d'une certaine discipline des entreprises en matière de gouvernance¹⁹. Il existe un second code de référence, le code MiddleNext, destiné aux sociétés de moindre taille et à ce jour moins suivi que le code AFEP-MEDEF.

D'un autre côté, en théorie du moins, le principe pourrait être source de plus grande prise de liberté. L'intérêt majeur de ce mécanisme pour les sociétés est, qu'une fois le code de référence choisi, les sociétés peuvent ne pas suivre certaines recommandations du code et y substituer des règles de gouvernance mieux adaptées à la particularité de leur secteur, de leur métier, de leur actionnariat... Cette liberté répond à l'idée qu'il faut respecter la diversité des situations en cause : « *one size does not fit all* ». En contrepartie, les entreprises qui ne suivent pas une recommandation du code ont l'obligation d'expliquer ce choix et d'indiquer quel type de comportement elles adoptent à la place. Dans ce devoir d'explication, il y a un effort de clarté, de pédagogie, de sincérité à fournir.

¹⁹ Selon les derniers chiffres connus, 105 sociétés du SBF 120, dont 36 sociétés du CAC 40 ont choisi le code AFEP-MEDEF comme code de référence (4^{ème} rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF, décembre 2012).

18. La pratique du *comply or explain*. La majorité des sociétés cotées affirme se référer au code de gouvernement d'entreprise rédigé par l'AFEP et le MEDEF. Parmi les recommandations qui y figurent, seules quelques-unes s'avèrent peu populaires, en particulier celles relatives aux critères de l'indépendance des administrateurs et aux rémunérations. Les sociétés s'en écartent alors, et doivent s'en justifier, les autres recommandations étant retenues sans qu'elles aient à s'en expliquer. A l'expérience, il apparaît que les explications alors données pour justifier ces écarts restent lapidaires ou même font défaut. Dans son rapport de 2012 sur le gouvernement d'entreprise et les rémunérations des sociétés cotées, l'AMF a relevé un phénomène de « standardisation » des justifications qui sont apportées par les sociétés. Elle a alors pris une initiative importante, celle de recommander que ces justifications soient « *plus précises et adaptées à la situation particulière de la société* ». Cette initiative a été reprise par les rédacteurs du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées dans sa nouvelle version de juin 2013. Selon ce code, « l'explication à fournir lorsqu'une recommandation n'est pas appliquée doit être compréhensible, pertinente et circonstanciée ».

Cette attitude n'est pas propre aux sociétés françaises. On relève à l'échelon de l'Union européenne que *la qualité des explications publiées par les entreprises qui dérogent aux recommandations formulées dans leur code de gouvernance d'entreprise n'est, dans la plupart des cas, pas satisfaisante*. On retrouve d'ailleurs dans le code de gouvernance anglais, le « *UK Corporate Governance Code*, la même exigence que celle qui est désormais inscrite dans le code de gouvernement français. En Grande-Bretagne, l'autorité de *reporting* financier (le « *Financial Reporting Council* »), compétente pour rédiger et amender régulièrement le code, a en effet décidé de renforcer les règles relatives au contenu des explications à fournir en cas de manquement aux règles du code de gouvernance : les entreprises doivent désormais indiquer un motif clair, précis et circonstancié pour justifier leurs dérogations au code de gouvernance et mentionner si ces dérogations ont vocation à être temporaires ou pérennes. Cette difficulté communément partagée pose un problème au regard de l'efficacité de la règle *comply or explain*.

19. L'efficacité du *comply or explain*. L'efficacité du *comply or explain* pose trois séries de questions.

1/ Contrairement à ce qui se passe dans bon nombre de pays d'Europe, comme l'Allemagne ou la Grande-Bretagne, il n'existe pas, en France, d'obligation légale ou réglementaire de se référer à un code de gouvernance. La démarche reste donc volontaire, mais elle est effectuée par la plupart des sociétés cotées. La mission

d'information de l'Assemblée Nationale sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises qui a remis son rapport en février 2013 s'inspire du modèle britannique pour proposer d'instaurer une obligation de se référer à un code de gouvernance.

2/ Si la plupart des sociétés cotées importantes appliquent le *comply or explain* et se réfèrent au code AFEP MEDEF d'une manière plus ou moins fidèle, la qualité des justifications communiquées au cas où les sociétés écartent les recommandations du code reste problématique. Le contrôle permettant de vérifier que ce mécanisme est mis en œuvre de manière satisfaisante reste insuffisant.

Les investisseurs consacrent peu de temps à la lecture des rapports. Ils ne s'embarrassent pas d'une recherche trop fine de la pertinence des explications données en cas de mise à l'écart des recommandations du code, ce qui les conduit logiquement à privilégier les sociétés qui respectent étroitement les recommandations du code.

L'autorité des marchés dispose quant à elle d'un droit de regard important puisque, chaque année, les sociétés cotées sur un marché réglementé doivent joindre au rapport de gestion un rapport précisant le code de gouvernement auquel elles se réfèrent volontairement, les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été, ou à défaut de se référer volontairement à un code de gouvernance, les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et les raisons pour lesquelles les sociétés ont décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise. Ce rapport est soumis à l'assemblée des actionnaires et rendu public. L'AMF publie sur la base de ces informations un rapport annuel et peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile²⁰. Chaque année, le rapport de l'AMF s'étoffe. Elle a récemment décidé de citer les sociétés dont les explications ne sont pas satisfaisantes. Cette pratique nouvelle de l'AMF - qui correspond au « *name and shame* » anglo-américain - a néanmoins ses limites, dans la mesure où elle doit veiller à ne pas stigmatiser un comportement dans une société qui, par ailleurs, peut se révéler être plutôt *compliant*.

Si les anglais ont anticipé le mouvement en mettant l'accent sur la notion de qualité, la France vient quant à elle d'innover en créant une institution unique en la matière, le Haut comité chargé d'assurer le suivi de l'application des recommandations du code AFEP-MEDEF. Ce nouveau regard réservé à une instance de place permettra-t-il d'améliorer la situation ? Sans aucun doute.

²⁰ Art. L.621-18-3 du Code monétaire et financier.

L'innovation est en effet de taille car elle permet la mise en place d'un premier vrai mécanisme de contrôle au vu des compétences reconnues à ce comité. Si ce dernier constate qu'une société n'applique pas l'une des recommandations du code et ne s'en explique pas de manière satisfaisante, ce comité pourra s'autosaisir. Il pourra donner un avis au conseil d'administration de la société concernée. Si le conseil ne suit pas l'avis du Haut comité, cet avis figurera dans le rapport de gestion soumis à l'assemblée générale. Il reviendra alors aux actionnaires de se saisir de la question. En outre, chaque année, le Haut comité pourra, à l'occasion de la rédaction de son rapport d'activité, « persuader » une société de suivre ses avis. Cette nouvelle institution représente une avancée importante. Persuasion n'est cependant pas sanction.

3/ Jusqu'à présent, la réflexion sur une éventuelle sanction de la règle *comply or explain* restait à l'état de propositions²¹, la référence à un code de gouvernance restant sur le mode volontaire. Si la référence à un code de gouvernance devenait une obligation pour les sociétés cotées, il serait souhaitable d'assortir les éventuels manquements à cette obligation de sanctions dissuasives et efficaces. Etant favorable à l'établissement de telles sanctions, la mission d'information de l'Assemblée Nationale sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises proposait de s'inspirer des pouvoirs d'injonction et de sanctions administrative, disciplinaire et pécuniaire dont dispose aujourd'hui l'AMF pour les appliquer à la règle *comply or explain*. L'AMF pourrait ainsi se voir dotée du pouvoir d'enjoindre les sociétés cotées à se conformer à l'obligation de se référer à un code de gouvernement d'entreprise. En cas d'inexécution d'une telle injonction, l'AMF pourrait prononcer des sanctions pécuniaires. Un dispositif analogue pourrait être envisagé pour sanctionner non plus la violation de l'obligation de se référer à un code de gouvernance, mais l'incapacité des entreprises à expliquer de façon exacte, précise, sincère et circonstanciée les dérogations qu'elles feraient aux recommandations du code de gouvernance auquel elles se référeraient.

Ce dispositif irait très loin. Quelques années d'observation de mise en œuvre de la règle *comply or explain* font apparaître une tendance assez répandue dans les entreprises, une forme de mimétisme conduisant à privilégier le code autant que possible. Ce mimétisme n'est pas un mal en soi. Il offre une facilité aux sociétés qui évitent ainsi toute critique en alignant leurs comportements sur des pratiques reconnues comme bonnes et les rapprochent les unes des autres. Il correspond également aux attentes des investisseurs pour qui la règle représente un moindre coût puisqu'il suffit de cocher les cases pour vérifier qu'une société est

²¹ V. Magnier, Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité, JCP E 2010, 1234.

bien *compliant* (*box ticking*). Enfin, ce mimétisme n'interdit pas de s'extraire des recommandations du code. A cet égard, la figure de l'administrateur référent est assez emblématique : innovation de la pratique pour contrebalancer les pouvoirs d'un P-DG tout-puissant dans les sociétés monistes, elle est désormais intégrée dans la nouvelle version du code. Cet exemple est la preuve que les sociétés continuent d'innover en matière de gouvernance, tout en privilégiant de respecter la plupart des recommandations. Il ne faudrait pas en revanche qu'une forte sanction conduise les sociétés à une trop grande frilosité en matière de gouvernance.

En définitive, la règle *comply or explain*, issue d'un système de *common law*, a besoin de temps pour s'adapter au climat français. Les sociétés semblent intégrer progressivement cette nouvelle dimension de la gouvernance. Le code de gouvernance constitue aujourd'hui le meilleur instrument de la gouvernance et la règle *comply or explain* permet qu'il soit respecté sans empêcher son évolution en fonction d'innovations de la pratique. Un risque existe néanmoins, qui serait d'aller trop loin dans la codification, dans la précision des critères ou encore dans la sanction, car, si ces codes doivent continuer de proposer, ils ne doivent en aucun cas imposer.

E. Les rémunérations

20. La problématique générale. L'évolution du droit français a conduit à ce que la rémunération globale de chaque dirigeant soit clairement connue et le code de gouvernance AFEP-MEDEF propose aux sociétés une présentation très claire des différents éléments de rémunération. Cette question ne pose plus problème. Est en revanche plus délicate la question de savoir quel est l'organe d'autorisation des rémunérations. En ce domaine, l'évolution des règles de droit pur a conduit à un système complexe : l'application du régime des conventions réglementées pour les rémunérations post-mandat (loi Breton de 2005 et Loi TEPA de 2007), pour les « retraites chapeaux » et l'approbation globale des stock-options et des actions gratuites par l'assemblée générale. Dans ces deux cas, l'assemblée générale intervient à un moment dans la chaîne de décisions. Mais on peut dire que le conseil d'administration y joue un rôle moteur. Enfin, pour ce qui est de la rémunération de principe des dirigeants, le conseil d'administration décide seul.

Deux interprétations de la situation actuelle sont possibles : ou bien l'on constate que le conseil d'administration est l'organe essentiel de décision en matière de rémunération; ou bien l'on pressent que l'évolution de ces dernières années conduit

à ce que l'assemblée générale étende peu à peu ses compétences en ce domaine. Il est difficile de trancher entre ces deux interprétations, mais l'évolution récente du code de gouvernement AFEP-MEDEF rouvre le champ des possibles.

Cette question de la rémunération, porteur d'une grande charge symbolique, est devenue un vrai sujet de société et peut être examinée de plusieurs manières. Certains codes de gouvernance, comme le code allemand, ont introduit à ce sujet des dispositions dont la portée exacte est difficile à estimer : ainsi l'article 4.2.2 du code allemand prévoit-il que la rémunération doit en particulier être déterminée en fonction des « rémunérations usuelles »²² et cette expression signifie que les sociétés pour fixer les rémunérations des dirigeants doivent effectuer une comparaison horizontale avec des entreprises du même secteur et de taille similaire, ainsi qu'une comparaison verticale avec les salaires versés au sein même de l'entreprise. On retrouve la même idée dans le code AFEP-MEDEF (art.23.1).

Un certain regard des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants paraît souhaitable, ne serait-ce que pour apaiser une tension causée par l'absence de débat. C'est ainsi que les rémunérations post-mandat ont été dès 2005 soumis à un vote des actionnaires, dans le cadre de la procédure des conventions réglementées. Mais ceci une fois posé, il est difficile de savoir jusqu'où il convient d'aller et l'on cite certains aspects, qui engendrent la perplexité : d'une part, la lente mais réelle augmentation des rémunérations des dirigeants serait due pour une part à la publicité de celles-ci qui donne un signal fort de l'excellence de la société et qui conduirait à penser que la confiance dans la société serait proportionnelle à la rémunération du dirigeant ; d'autre part il n'est pas sûr que les actionnaires aient une réelle connaissance des éléments permettant de fixer cette rémunération.

21. L'introduction du *say on pay*. La question du contrôle par les actionnaires de la rémunération des dirigeants par un vote est un des points de la gouvernance actuellement les plus partagés dans les Etats occidentaux (Etats-Unis, Royaume-Uni, Suisse.....). Elle figure également dans le plan d'action de la Commission Européenne de décembre 2012. Les modalités de contrôle que cache cette expression anglo-américaine sont variables et vont du vote consultatif au vote contraignant. De même on hésite sur sa nature, qui peut soit relever d'un contrôle a posteriori par un vote sur la rémunération de l'exercice passé, soit relever d'un contrôle ex ante, par un vote sur la politique de rémunération à venir. En France, l'introduction du *say on pay* a suivi un cheminement progressif. A la suite d'une consultation du Trésor en septembre 2012, un rapport parlementaire de février

²² Voir Annexe 1

2013 s'est emparé de la question et conclut que l'introduction d'un vote des actionnaires nécessite une réforme législative.

En effet, le principe traditionnel de notre droit est que la détermination de la rémunération des dirigeants relève de la compétence exclusive du conseil d'administration. Il s'agit d'un pouvoir propre du conseil d'administration que la jurisprudence s'est attachée à faire respecter, au nom d'une conception institutionnelle des pouvoirs des organes sociaux et de leur hiérarchie. Certes des lois plus récentes ont soumis certains aspects de cette rémunération au contrôle des actionnaires, en particulier pour les rémunérations post-mandat, mais sans remettre en cause une compétence décisionnelle du conseil d'administration en ce domaine.

22. Say on pay à la française. Pour autant, l'introduction du *say on pay* en France n'aura finalement pas donné lieu à ce stade à une réforme législative. Son fondement se trouve désormais dans le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, dans sa version actualisée de juin 2013. Il faut noter l'abandon particulièrement original par les pouvoirs publics de cette question à un système d'autorégulation. En effet la *soft law*, qui est généralement considérée comme un complément souple du droit formel, va désormais fonder la compétence d'un organe social. Il peut en découler des conflits éventuels de compétence entre les pouvoirs légaux du conseil d'administration et ceux désormais reconnus par la *soft law* aux assemblées d'actionnaires. Le dispositif prévu par le code de gouvernement d'entreprise prévoit que la rémunération (due ou attribuée) des dirigeants au titre de l'exercice clos sera soumise au vote de l'assemblée des actionnaires. Il est précisé que ce vote est consultatif et qu'en cas d'avis négatif le conseil d'administration devra se réunir et rendre publiques sur son site internet les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par le vote des actionnaires.

Le *say on pay* en France se traduit donc par un vote consultatif et a posteriori des actionnaires, consacré par un code de gouvernance.

Le vote des actionnaires est consultatif. C'est une originalité dans notre droit. L'assemblée générale des actionnaires normalement décide. Elle approuve ou rejette. Ici les actionnaires émettent un avis. La compétence de décision reste celle du conseil d'administration. C'est lui qui décide de la rémunération qui est due ou attribuée au titre de l'exercice passé. C'est lui qui décide de la suite à donner à l'avis exprimé par les actionnaires. Dans le rapport parlementaire, les co-auteurs divergeaient sur le point de savoir si le vote des actionnaires devait être contraignant ou consultatif, la voie choisie de la *soft law* à la place d'un

changement législatif ne pouvait conduire qu'à un vote non contraignant. Le régime de la sanction de ce vote (de son absence ou de son irrégularité) exposé à la sanction de la *soft law* (*comply or explain*) et/ou aux sanctions traditionnelles du droit des sociétés reste, en l'absence de rattachement textuel formel, incertain.

Le vote est *a posteriori* et non *ex ante*. Autrement dit, ce n'est pas la politique de rémunération destinée à être mise en œuvre qui sera soumise au vote des actionnaires mais, une rémunération déjà décidée, due ou attribuée en son principe au titre de l'exercice considéré. On reste dans une logique assez proche de celle des conventions réglementées. La décision de l'assemblée générale ne conditionne pas la validité de la rémunération décidée par le conseil. Le conseil est d'ailleurs libre de ne pas donner suite à un avis négatif de l'assemblée générale et donc de maintenir la rémunération. Il le peut dès lors qu'il rend sa décision publique. En tout état de cause, les conséquences d'un avis négatif restent limitées par le principe consacré en jurisprudence, qu'à défaut d'accord du dirigeant, le pouvoir du conseil d'administration de modifier unilatéralement la rémunération d'un dirigeant ne peut avoir d'effet rétroactif. L'efficacité de ce dispositif est avant tout dans sa sanction politique. Un conseil d'administration peut considérer comme difficile de maintenir une rémunération si elle a été désavouée par les actionnaires. Il peut également prendre en compte ce refus pour la fixation à l'avenir de la rémunération. Le contrôle *ex post* peut alors modérer *ex ante* la politique de rémunération à venir.

23. Premier bilan du système français. Son ingéniosité est certaine et résulte de cette dernière constatation que l'assemblée se prononce sur un chiffre réel dans un jugement qui donne des repères pour l'exercice suivant. Il n'en subsiste pas moins deux interrogations.

La première source d'interrogations résulte de la compatibilité de ce système avec le droit positif des rémunérations existant au même moment. Ainsi, à la suite du nouveau code AFEP-MEDEF, certaines rémunérations, comme les rémunérations post-mandat vont relever de l'assemblée générale au titre de dispositions spécifiques du code de commerce et vont peut-être aussi relever du *say on pay* dans la mesure où des éléments de rémunération différée sont attribués au titre de cet exercice. La formulation employée (rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice) semble en effet ajouter une consultation supplémentaire des actionnaires l'année qui suit l'exercice d'attribution de la rémunération. La question qui se pose alors serait, par exemple, de savoir comment concilier une indemnité de départ autorisée par les actionnaires comme convention réglementée

et un avis négatif, rendu dans le cadre du *say on pay*, quand l'indemnité est attribuée. Cette contradiction possible proviendrait du heurt éventuel qui pourrait exister entre un texte de *soft law* et un texte du Code de commerce. On comprend qu'on puisse en tirer la conclusion que ce système est transitoire et doit évoluer vers une règle traitant de l'ensemble des rémunérations²³.

La seconde source d'interrogations résulte de ce que seul le code de gouvernance AFEP-MEDEF recommande un vote consultatif de l'assemblée générale. Les sociétés qui ne se réfèrent pas à ce code, mais par exemple au code MiddleNext ne sont pas concernées par le *say on pay*.

F. Le conflit d'intérêts

24. La définition. Cette notion de conflit d'intérêts est à l'origine de beaucoup de thèmes généraux du gouvernement des entreprises, comme le concept d'administrateur indépendant ou l'idée d'un comité des rémunérations. Mais cette notion est ici envisagée de manière plus ponctuelle relativement aux décisions que doit prendre un administrateur dans le cadre de ses fonctions au conseil d'administration.

« Une situation de conflit d'intérêts naît d'une situation dans laquelle un administrateur détient ou sert à titre privé des intérêts qui pourraient avoir une influence sur son objectivité dans l'exercice de ses fonctions », selon la définition qu'en donne l'Institut français des administrateurs (IFA).

Si l'on peut s'en remettre à cette définition, il reste une question essentielle qui est de savoir si le régime applicable aux conflits d'intérêts relève de la sphère juridique ou d'un autre type de norme. Le rapport Sauvé²⁴ dit clairement, comme d'ailleurs l'OCDE²⁵, que le droit ne peut pas tout : « la probité et l'impartialité peuvent certes s'appuyer sur des dispositifs normatifs, être renforcés par des prescriptions spécifiques, mais elles relèvent aussi de la conscience individuelle et collective, ce qui suppose la plus large diffusion d'une véritable culture de la déontologie ». Si l'on transpose ceci dans la vie des sociétés, il faut comprendre qu'une certaine autolimitation du droit s'impose, car le droit n'est pas en état d'embrasser tous les cas de figure, sous peine de tomber dans une dérive caricaturale de la règle de droit. Le système français connaît bien cette dualité de

²³ A. Viandier, L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux, JCPE 2013, 1416.

²⁴ Rapport de la Commission de réflexion pour la prévention des conflits d'intérêts dans la vie publique, 2011

²⁵ OCDE, Gérer les conflits d'intérêts dans les services publics, 2005

sources. Il existe des dispositifs propres à la loi dans le cadre des conventions réglementées et il existe des dispositifs inspirés des codes de gouvernance.

L'OCDE distingue trois types de conflit d'intérêts : le conflit potentiel (si la personne venait à changer de fonction), le conflit apparent (les intérêts privés de l'agent peuvent être regardés comme de nature à influencer sur l'agent) et le conflit réel (il est avéré qu'un intérêt personnel a influencé l'exercice de la fonction). La première forme est sans doute d'un intérêt limité dans l'analyse ici menée et complique inutilement le paysage. On se contentera des deux autres formes : conflit apparent et conflit réel.

Le conflit apparent n'est pas très bien nommé. Il s'agit du conflit qui paraît suffisamment important pour pouvoir détourner l'agent de sa fonction. Mais le mot apparent a été utilisé aussi dans son sens propre, car les apparences ont pris dans l'opinion commune une importance de plus en plus grande : « il s'agit tout autant de s'assurer de la régularité et de l'impartialité subjective du processus de décision que d'une impartialité objective »²⁶. On se référera donc à ce que peut craindre un observateur extérieur raisonnable, se fiant seulement à l'apparence. La situation présente un vrai danger. C'est le moment où la prévention s'impose.

Le conflit réel est ce qui se passe quand l'agent a été à tort influencé au détriment de sa fonction. Nous sommes dans une phase de sanction.

Ces deux aspects (prévention, sanction) méritent d'être examinés dans le champ juridique et dans le champ de la *soft law*.

25. La norme juridique : les conventions réglementées. Cette problématique est intéressante, car elle est l'instrument juridique essentiel pour protéger la société contre des conflits d'intérêts. Il s'agit de protéger l'intérêt de la société, car les dirigeants ont le devoir d'agir dans l'intérêt de la société. Cette question est donc une illustration forte de l'intérêt social comme guide des dirigeants de la société.

Depuis la loi de 1966 existe un système de prévention des conflits d'intérêts et un système de sanction de ces conflits.

²⁶ Rapport de la Commission de réflexion pour la prévention des conflits d'intérêts dans la vie publique, 2011, p. 15.

a) Le système de prévention

Ce système de prévention s'applique – pour aller à l'essentiel - aux contrats passés entre la société et ses administrateurs ou dirigeants, entre sociétés ayant des dirigeants communs ou entre la société et un dirigeant indirectement intéressé.

Le système du Code de commerce est simple dans ses grandes lignes : il consiste en trois phases successives. Le conseil d'administration informé de l'existence de la convention par l'administrateur intéressé donne son autorisation a priori, dans un vote dont est exclu l'administrateur en cause. Le commissaire aux comptes fait un rapport sur cette convention et celle –ci est approuvée ou rejetée a posteriori par l'assemblée générale. Dans ce dernier cas, les conséquences préjudiciables à la société peuvent être mises à la charge de l'intéressé. On voit donc que le système conjugue à la fois un système d'autorisation a priori et d'approbation a posteriori de ces conventions. Il faut dire que depuis la fin du XIXème siècle on hésitait entre ces deux solutions et que l'on a choisi de les cumuler, ce qui permet éventuellement à l'assemblée générale d'absoudre un dirigeant d'un conflit d'intérêts. Mais cette absolution n'est qu'entre les mains de l'assemblée générale.

Ce système de prévention se heurte à quatre difficultés essentielles : la qualification de convention courante, le cas du groupe, la notion d'administrateur intéressé, le sens de la mission du commissaire aux comptes.

La qualification de convention courante. C'est une soupape du système, qui permet de faire échapper aux procédures juridiques d'autorisation, des contrats qui ne sont pas dangereux pour la société : convention courantes conclues à des conditions normales

Le cas du groupe. Ce cas est sans doute le plus problématique. Les conventions sont innombrables entre sociétés d'un groupe. La question essentielle est de savoir comment réussir à classer ces conventions –ou une partie d'entre elles - comme conventions courantes à des conditions normales ? La normalité s'appréciera en tenant compte des avantages et inconvénients du groupe pour la société en cause. Mais le caractère courant est plus difficile à déterminer. S'est développée peu à peu une coutume des commissaires aux comptes. Il faut sans doute que celle-ci soit fixée de manière plus transparente. L'AMF a invité la Compagnie nationale des commissaires aux comptes à travailler en ce sens. Depuis cette invitation, un projet de loi du 4 septembre 2013 habilite le gouvernement à prendre des mesures de simplification par ordonnance lui permettant d'exclure du champ d'application du

régime des conventions réglementées les conventions conclues entre une société cotée et ses filiales détenues directement ou indirectement à 100%. Il n'en reste pas moins que, même si ce projet de loi est voté, la question du groupe continuera de se poser pour des filiales qui ne sont pas détenues à 100%.

Le dirigeant indirectement intéressé. Cette notion sert à atteindre un conflit d'intérêts dans une situation moins évidente que les deux autres cas de convention conclue entre le dirigeant et la société ou de convention entre des sociétés ayant des dirigeants communs. Mais comment caractériser cet intérêt indirect ? La jurisprudence en est venue à l'idée que l'administrateur a une influence dans l'autre entité contractante et que l'administrateur tire un avantage de ce contrat. L'on pourrait s'étonner de ce que la règle prévoit d'intervenir seulement quand il est évident que la convention avantage le dirigeant. Mais cette prévention qui ne s'effectue pas en cas de risque apparent mais seulement en cas de risque avéré se comprend : nous sommes dans une situation de moindre évidence, car le dirigeant est seulement indirectement intéressé à la convention passée.

Le sens de la mission des commissaires aux comptes. Ceux-ci ont pris l'habitude de décrire la convention mais de ne pas donner aux actionnaires les indications leur permettant de se prononcer sur l'intérêt de la convention, malgré le texte du décret en sens contraire²⁷. La difficulté d'évaluer l'intérêt de la convention et les responsabilités qui en découlent expliquent certainement cette réticence des commissaires aux comptes. D'où l'idée proposée dans le rapport AMF sur les assemblées générales²⁸, selon laquelle le conseil d'administration devrait « justifier de l'intérêt de cette convention pour la société ». Elle aboutit à ce que le conseil indique que cette convention est bonne pour la société. Une discussion peut d'ailleurs naître sur cette qualification de la convention. Le conseil d'administration pourrait préférer dire simplement que la convention en question n'est pas contraire à l'intérêt de la société. Mais cette présentation plus aisée n'est pas véritablement en phase avec ce que dit l'AMF et avec le texte du décret qui évoque l'intérêt de la convention.

Que penser de cet ajout de l'AMF au texte de loi ? Autrement dit, que penser de cette obligation originale qui voudrait qu'un organe donne les motifs de ses actes ? Il est vrai que dans la tradition du droit français l'auteur d'un acte juridique n'a pas à donner la cause finale de ses actes. Mais le contrôle du juge peut conduire à passer outre à cette tradition. Si l'on regarde le contrat, l'on s'aperçoit que le juge

²⁷ Art. R.225-31 du Code de commerce.

²⁸ Rapport final sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, juillet 2012 (dir. O. Poupart Lafarge), p.37.

use de la bonne foi, de l'abus de droit et plus rarement du contrôle des motifs. Il semble bien que cette dernière manière de faire ait tendance à se développer à la fois parce que le monde actuel valorise les pratiques de communication et parce que recule un peu partout un pouvoir discrétionnaire au profit d'un pouvoir fonctionnel²⁹. Il faut bien reconnaître que le droit des sociétés offre un champ très réceptif à cette évolution, car la communication y règne très fortement et que le conseil d'administration est naturellement le siège d'un pouvoir fonctionnel (orienté dans l'intérêt de la société). Ceci dit, pareille obligation de motivation s'impose-t-elle ici ? L'AMF l'impose manifestement pour tourner la réticence des commissaires aux comptes à s'exprimer sur ce point. Les administrateurs jouent un rôle déterminant dans le système en autorisant la convention et on peut penser que plutôt que d'obliger les commissaires aux comptes à jouer à un étrange jeu de devinettes il n'est pas inintéressant de demander aux administrateurs leurs raisons. Ceci devrait avoir un effet interne tout à fait favorable, dans la mesure où l'autorisation devra forcément être plus réfléchie par le conseil. Si les administrateurs jouent ce jeu, la convention devrait être bonne pour la société. On ne peut cependant exclure le fait que les dirigeants se trompent ou mentent et dans ce cas la fonction exacte des commissaires aux comptes mérite d'être précisée.

Une autre source de difficultés pourrait résider dans le fait que l'assemblée générale peut être conduite à dire de façon expresse son refus de la convention. Il apparaîtrait alors au grand jour une opposition irréductible entre l'opinion des dirigeants et celle de l'assemblée générale. A vrai dire, cette conséquence éventuelle ne serait pas gênante : les membres du conseil d'administration voient leurs pouvoirs étroitement subordonnés à l'intérêt social alors que les actionnaires sont maîtres de leurs décisions sauf à ne pas commettre d'abus de majorité. Ils n'ont pas non plus à donner les raisons de leurs décisions. Ils ont donc toute latitude pour s'exprimer différemment des dirigeants, même si l'on sait que ce cas est rare.

b) Le système de sanction

Ce système encadre relativement bien l'inexécution éventuelle des règles préventives. Si celles-ci n'ont pas joué et s'il y a un préjudice pour la société, une sanction existe. Le non-respect de la procédure est sanctionné par la nullité de la convention qui aurait des conséquences dommageables pour la société. Cette

²⁹ Muriel Fabre-Magnan, Etudes Ghestin, LGDJ, 2001, p. 328 et 330.

formule est habile, car si la convention est équilibrée, peu importe qu'on ait ou non respecté les formes.

c) Les avantages de ce système

Au regard de ce qui vient d'être dit, il apparaît que ce système est essentiellement un système d'autorisation a priori – même si une approbation a posteriori est demandée à l'assemblée générale qui ratifie le plus souvent l'autorisation donnée. Ce système d'autorisation a priori semble protéger efficacement la société, dès que la convention entre dans son domaine d'application. Certains lui ont reproché d'être inefficace au vu du petit nombre d'actions judiciaires le concernant³⁰. Ce reproche paraît un contre-sens : ce petit nombre d'actions judiciaires est la conséquence d'un système de protection a priori.

26. La norme déontologique. Cette norme déontologique s'applique naturellement dans des hypothèses dans lesquelles le régime juridique des conventions réglementées n'est pas applicable. Le champ d'application est très large puisqu'il est seulement fait référence au conflit d'intérêt et va bien au-delà des cas des conventions réglementées : il concerne soit des hypothèses exclusives de toute convention, soit des conventions qui ne relèvent pas du champ d'application normal des conventions réglementées.

Le code de gouvernance AFEP-MEDEF indique que « l'administrateur a l'obligation de faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêts même potentiel et doit s'abstenir de participer au vote de la délibération correspondante » (art.20).

Cette phrase indique la façon dont la prévention du conflit d'intérêts fonctionne : information et abstention. Les détails sont plus flous : ne pas participer au vote signifie-t-il que l'administrateur est absent lors de la délibération ou qu'il peut s'exprimer et sortir au moment du vote ou qu'il peut rester au moment du vote ? L'IFA propose que l'administrateur concerné ne participe pas à la délibération.

Après avoir évoqué la prévention, il faut s'attacher à la sanction. Il s'agit d'une hypothèse dans laquelle la sanction n'est pas d'une évidence immédiate : en effet, quand l'administrateur ou le dirigeant n'a pas informé le conseil d'administration d'un conflit d'intérêts à venir, nous sommes sans doute en face d'un cas – peut-

³⁰ OCDE, Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights, OECD Publishing, 2012, p.66. Voir le commentaire, PHC, Rev. soc. 2012, p. 466.

être le seul cas – où le *comply or explain* est dépourvu de sens. Le *comply or explain* ne peut fonctionner que pour des décisions collégiales du conseil. La seule sanction imaginable serait alors celle de la responsabilité personnelle du dirigeant. Il y a en effet, dit le code AFEP-MEDEF (art. 6-2), un risque de responsabilité personnelle, quand le dirigeant n'agit pas dans l'intérêt social. La faute pourrait être une faute de déloyauté (voir cette qualification donnée par l'IFA). Quant au préjudice, il n'existe naturellement que si la décision prise est désavantageuse pour la société. Dans ce cas seulement, la responsabilité éventuelle de l'administrateur déloyal pourrait être recherchée.

Il est intéressant d'observer que ce type de dispositif est très semblable à celui du code de gouvernance allemand, sous la réserve qu'il n'existe pas en Allemagne d'autres règles proprement juridiques comme celles concernant les conventions réglementées. Le code allemand impose qu'un membre du directoire ne puisse pas poursuivre d'intérêts personnels ou ne puisse pas profiter d'opportunités pour lui-même³¹. La sanction éventuelle sera aussi une action en responsabilité.

27. Le bilan. Il apparaît que le système français mixe là aussi norme juridique et *soft law*. Est-ce la bonne solution ? Il existe actuellement un débat français, qui relaie un débat plus intense en droit européen, relatif à l'introduction d'un autre système, qui serait fondé sur la simple information donnée par les normes comptables concernant les parties liées (norme IAS 24 adoptée par le règlement UE n° 632/2010)³². La norme comptable en question ne fait que définir les parties liées et l'information correspondante. On y ajouterait l'obligation d'une abstention du dirigeant pour toute décision du conseil concernant une partie liée au dirigeant, obligation qui serait sanctionnée par une responsabilité du dirigeant. Cette solution est séduisante dans l'absolu, car elle permettrait d'abandonner le système des conventions réglementées, jugé par certains à la fois excessivement rigide et inefficace dans un certain nombre de situations non prévues par les textes. Mais deux raisons nous paraissent conduire à rejeter ce système : d'une part il ne semble pas actuellement fonctionner de façon satisfaisante, car les transactions soumises à publication sont seulement celles qui présentent une importance significative, sans que cette importance soit définie³³; d'autre part il est hors-jeu dans le cas d'un groupe consolidé. Alors que le groupe est évidemment une source essentielle de conflit d'intérêts, cette exclusion enlève beaucoup de son sens à un tel système.

³¹ Art.4.3.3 Deutscher Corporate Governance Kodex (voir Annexe 1).

³² On retrouve là un vieux débat : « Publiez, publiez toujours... ce mot d'ordre est devenu la tarte à la crème de ceux qui ne veulent pas changer... Mais pour que la protection soit réelle, encore faudrait-il qu'il y ait des responsabilités et que ces mesures de publicité soient sous le contrôle d'organes indépendants certifiant la valeur d'une entreprise » Thaller et Pic, Des sociétés commerciales, 1925, p. 151.

³³ D. Schmidt, Le renforcement du contrôle des conventions entre parties liées, Rev. soc. 2013, p. 402.

Il nous semble en conséquence que l'espoir d'un autre système plus parfait est actuellement assez vain. L'ensemble actuel de norme juridique et de *soft law* nous paraît une solution élégante et réaliste. Quand la norme juridique atteint ses limites, le code de gouvernance apporte ses solutions. Certes celles-ci n'ont pas l'efficacité et l'impérativité immédiate du mécanisme de droit. Mais elles prennent un relais satisfaisant pour des questions qui ne sont peut-être pas moins importantes, mais assurément moins fréquentes. C'est un peu comme un système de régulation à deux vitesses.

G. La diversité des membres du conseil d'administration

28. L'approche française. Le plan européen attache de l'importance à la diversité des compétences et des points de vue, pour permettre la gouvernance la plus éclairée. Le code AFEP-MEDEF reprend cette même idée et évoque l'équilibre souhaitable dans la représentation des femmes et des hommes. En 2010, il recommande un pourcentage d'au moins 20 % de femmes dans le délai de 3 ans et d'au moins 40% en 2016. Un peu plus tard, une loi du 27 janvier 2011 relaie cette norme de *soft law* en prévoyant une instauration progressive d'une proportion minimale de 40% d'administrateurs de chaque sexe pour 2017.

II. Les actionnaires

A. Les actionnaires institutionnels

29. Les actionnaires institutionnels, c'est-à-dire en France les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les banques et les OPCVM, ont pris une place de plus en plus importante dans l'actionnariat des sociétés³⁴. Ils exercent de plus en plus leurs droits de vote, soit que la loi les y oblige (voir n° 30), soit qu'un mouvement naturel les pousse en ce sens. Si leur horizon de gestion n'est pas à trop court terme, ils peuvent être assurément un élément de stabilité dans la conduite de la politique de la société. En France l'Association française de la gestion financière (AFG) s'est efforcée depuis longtemps de mettre sur pied un code de gouvernance, dont il convient de souligner l'originalité³⁵. Il ne s'agit pas

³⁴ En 2013, les actionnaires institutionnels français représenteraient 29% du capital des sociétés cotées françaises, selon la Fédération européenne des sociétés cotées en Europe (Lettre Vernimmen n° 66). Les investisseurs étrangers représenteraient 39% de leur capital, selon la même source.

³⁵ AFG, Recommandations sur le gouvernement d'entreprise, janvier 2013. Ce code demande en particulier que les sociétés de gestion élaborent une politique de vote publiée sur leur site internet

d'un code de gouvernance au sens du code de commerce, « élaboré par les organisations représentatives des entreprises » (art. L.225-37 al.7) mais d'un modèle dont les actionnaires institutionnels peuvent se servir pour dialoguer avec leur société.

B. Les agences de vote

30. La montée en puissance des agences de vote. Parallèlement au développement des actionnaires institutionnels sont apparues les agences de vote - *proxy advisors* - capables d'offrir leurs services à ce type d'actionnaires. Ces services sont devenus de plus en plus indispensables quand les lois et réglementations ont obligé les gérants de fonds à devoir voter dans les sociétés dont ils sont actionnaires. Aux Etats-Unis ceci commence dès 1998 pour les fonds de pension et en 2003 pour les *mutuels funds*. En France la loi de 2003 impose aux sociétés de gestion d'exercer leurs droits de vote et demande, lorsque ce droit n'est pas exercé, d'en expliquer les motifs³⁶. Cette histoire explique l'influence en France de deux agences de vote américaines, Institutional Shareholder Services (ISS) et Glass, Lewis & Co, à côté desquelles est apparue une agence de vote française, Proxinvest.

31. Les services des agences de vote. Les services rendus par les agences de vote consistent d'abord dans le conseil de vote. Les agences de vote fournissent avant chaque assemblée générale un rapport d'analyse contenant des recommandations de vote pour chaque résolution soumise au vote. Chaque résolution est analysée pour aboutir à une recommandation de vote fondée sur la politique de vote de l'agence ou éventuellement sur la politique de vote choisie par le client. Ces agences facilitent ainsi l'accomplissement d'une des tâches importantes des actionnaires institutionnels, qui est de voter. Or cette tâche est délicate : voter en assemblée est en effet en soi une opération complexe – et ceci d'autant plus que l'assemblée générale en droit français se prononce sur un certain nombre de sujets et joue un rôle plus décisif que dans d'autres pays. Les actionnaires institutionnels rencontrent une autre difficulté qui est la tenue au même moment des assemblées générales des dizaines de sociétés dans lesquelles ils détiennent une participation. Cette possibilité d'externaliser le vote devient donc une manière de faire qui se généralise chez les actionnaires institutionnels et qui présente l'avantage de leur permettre de s'exonérer plus facilement d'une responsabilité éventuelle dans l'exercice ou le non-exercice du droit de vote. Il s'ensuit que les agences de vote sont de plus en plus présentes dans la vie des sociétés et ont tendance à imposer

³⁶ Art. L 533-22 Code monétaire et financier.

leur expertise en matière de gouvernance, exerçant par la répétition de leurs recommandations un véritable pouvoir normatif.

A ce service de vote, qui est évidemment le cœur de l'activité des agences de vote, s'ajoutent d'autres services directement liés à la logistique du vote, allant de la notification des assemblées jusqu'au blocage des actions et à la transmission du vote. L'agence peut aussi proposer de voter à la place de l'actionnaire. Cette dernière possibilité a été récemment ouverte en droit français à la suite de la directive sur les droits des actionnaires qui permettent de donner mandat à un mandataire quelconque.

32. La force réelle des agences de vote. Depuis quelques années, la vie des sociétés bruisse de rumeurs, qui mettent l'accent sur la dépendance des sociétés à l'égard des agences de vote. C'est ainsi qu'un journal pouvait récemment titrer, à propos de leur intervention dans la vie des sociétés : « Votes en AG, les grands émetteurs au bord de la crise de nerfs »³⁷. Il semblerait que l'influence des agences de vote puisse déplacer entre 15% et 20% des votes. Cependant les études économiques réalisées principalement aux Etats-Unis sont plus ambiguës³⁸. Des rencontres avec plusieurs dirigeants de sociétés, il résulte un tableau sans doute plus nuancé du pouvoir réel des agences de vote. Il apparaît que les sociétés ne sont pas complètement démunies face aux agences de vote. D'abord certaines sociétés ont pris l'habitude de présenter leurs projets de résolution - ou une partie d'entre eux qui touchent à de thèmes sensibles – aux agences de vote pour tester leurs réactions et c'est, fortes d'une consultation informelle, que ces sociétés conservent leurs résolutions ou les abandonnent. Cette pratique, dont on voit bien l'intérêt pratique, manifeste l'existence de rapports occultes entre agences de vote et sociétés, qui ne sont pas véritablement encadrés par le droit et qui peuvent engendrer des risques de chantage. Mais il va de soi que ces rapports ne sont pas interdits par le droit. Les sociétés ont ensuite un autre moyen à leur disposition, quand le capital est très dispersé : elles peuvent prendre contact avec vingt ou trente actionnaires importants et expliquer leur position, pour la faire avaliser à l'avance par ces derniers.

Ces deux manières pour les sociétés de négocier leurs projets de résolution existent donc, mais il faut naturellement constater que ces manières de faire ne sont pas à la portée de toutes les sociétés cotées et que seules les plus importantes d'entre elles peuvent les mettre en œuvre.

³⁷ La Lettre de l'Expansion, 11 juillet 2011.

³⁸ E. Dubois, Les agences de conseil de vote : rôle et influence, à paraître in Revue Française de Gouvernance d'Entreprise.

Un autre aspect tend à relativiser la puissance de l'agence de vote. C'est que les actionnaires institutionnels les plus considérables sont à même de décider eux-mêmes leur politique de vote, du moins quand ils doivent décider dans les assemblées générales de leur pays. Tel actionnaire institutionnel français décidera des votes français, mais s'en remettra à une agence de vote liée au pays de l'émetteur pour voter aux Etats-Unis ou au Japon. Il arrive en outre que l'actionnaire institutionnel, pour se protéger, fasse appel à plusieurs conseils et arbitre lui-même entre les différents conseils qui lui sont donnés.

33. L'avenir de la question. Cette question embarrasse manifestement les autorités publiques, nationales ou européennes, et la solution équilibrée n'est pas facile à trouver. Dans différents pays la question de la légitimité d'une *soft law* créée de plus en plus à la suite des recommandations des agences de vote est posée. Il a été proposé de généraliser la possibilité de confier des pouvoirs en blanc au profit des dirigeants, comme cela existe en France. Mais on voit mal que cette faculté puisse être véritablement utilisée par les actionnaires institutionnels pour se protéger des responsabilités qui découleraient de leurs votes. Les autorités européennes, en l'occurrence l'ESMA, ont décidé de privilégier l'autodiscipline et une régulation fondée sur un code de bonnes conduites plutôt qu'un encadrement législatif. Dans ces conditions, il paraît difficile actuellement de se prononcer plus sur le sujet, même si tout laisse à penser que ce sujet s'imposera comme un sujet majeur dans l'avenir, tout particulièrement pour les sociétés ayant un capital dispersé.

C. L'implication des actionnaires

Sous ce terme il est pensé à ce qui permet de consacrer la fidélité des actionnaires. Cette orientation fait suite aux critiques qu'a engendrées la crise économique actuelle, dont l'une des causes fut sans doute la vue à très court terme de nombre d'acteurs économiques. D'où l'idée que tout ce qui pouvait permettre d'impliquer les actionnaires dans des vues à long terme était en soi une bonne chose³⁹. On touche d'ailleurs là à une question de fond, qui va au delà de la crise et qui concerne les rapports de l'entreprise et de la société : l'action n'est pas seulement un titre financier, elle est un droit de décider la politique d'une entreprise.

34. Le dispositif existant. Il existe un double dispositif français orienté dans le sens d'une fidélisation des actionnaires.

D'abord, l'article L.232-14 du code de commerce autorise les statuts à prévoir le versement d'un dividende majoré dans les sociétés par actions à tous les

³⁹ J.L. Beffa, La France doit choisir, *Seuil*, 2012, p. 256.

actionnaires qui justifient d'une inscription nominative depuis deux ans au moins. Ensuite l'article L. 225-123-1 permet l'existence de droits de vote double prévus par les statuts⁴⁰. Il impose à cet effet qu'il soit justifié d'une inscription nominative depuis au moins deux ans. Ce dernier dispositif a été très critiqué par les acteurs financiers, il y a quelques années, comme s'il était une spécificité française archaïque. Mais on se rend compte qu'un certain nombre de pays étrangers connaissent des dispositions de ce genre⁴¹. En effet l'idée de valoriser la persistance de l'actionnariat n'a rien de contraire aux lois de l'économie, tant qu'elle ne s'exprime pas sur un mode excessif⁴². Il est évident que pour investir, les entreprises ont besoin de visibilité sur l'avenir et que cette visibilité concerne aussi leur actionnariat. La fidélité est donc un avantage pour la société. Il n'est pas anormal que celui-ci soit récompensé. Mais jusqu'où faut-il aller ?

35. Une loi à venir. Une proposition de loi n°1307 du 15 mai 2013 « visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel » prévoit de modifier ce système par une attribution du droit de vote double à tous les actionnaires justifiant d'une inscription nominative depuis deux ans, sauf clause contraire des statuts. Que penser de cette innovation ? On pourrait s'inquiéter de ce qu'elle bouleverse tous les équilibres mis en place de façon aléatoire. Des actionnaires vont tout à coup voir croître leurs pouvoirs, tandis que des actionnaires plus récents vont voir leur influence diminuer d'un coup. Et pour dire les choses de manière plus précise, quoique toujours abstraite, il faut avoir égard à la situation des émetteurs : le rapport Field avait montré que de nombreux émetteurs du CAC 40 étaient dans une situation telle qu'un actionnaire ou plusieurs de leurs actionnaires détenaient 20% du capital. Il va de soi que, si les droits de vote double sont généralisés, des actionnaires atteindront beaucoup plus facilement le seuil de l'OPA obligatoire. La proposition de loi n'aura cependant pas la brutalité qu'on aurait pu craindre, puisqu'il est prévu que l'octroi automatique des droits de vote double n'aura lieu que deux ans après la promulgation de la loi. Les sociétés auront donc deux ans pour adapter leur stratégie au nouveau contexte juridique.

Cette proposition de loi présente encore une innovation très discrète, mais qui sera délicate à mettre en œuvre. Elle répond sans doute au souci d'éviter que ce texte soit trop aisément détourné par l'interposition d'une coquille, permettant de garder

⁴⁰ 58% des sociétés du CAC 40 et du SBF 120 ont recours à des actions à droit de vote double (Commission des affaires économiques de l'Assemblée nationale, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013).

⁴¹ En Suède, voir P.Y. Gomez, Le Monde 6 septembre, p. 7. Il existe en réalité des droits de vote multiples dans plus de la moitié des pays d'Europe (Rapport n° 1283 précité).

⁴² Cette restriction à la libre circulation des capitaux est compatible avec le droit de l'Union européenne, selon le Conseil d'Etat, car la mesure est nécessaire et proportionnée à l'objet visé (Rapport n° 1283 précité)

des droits de vote double, malgré le changement des actionnaires de la société intermédiaire. Le nouveau texte de l'article L.225-124 introduit les termes « directement ou indirectement » pour aboutir à la formule suivante : « Toute action convertie au porteur ou transférée directement ou indirectement en propriété perd le droit de vote double... » Si l'on a bien interprété la volonté du législateur, celle-ci ne paraît pas traduite de façon pertinente dans cette formule. On lui préférerait une disposition disant par exemple que le droit de vote double cesse en cas de changement de contrôle de la société intermédiaire, même si cette formulation peine à régir parfaitement la situation en cause.

36. D'autres idées de réforme. Cette dernière question de l'actionnariat indirect en pose une autre encore plus délicate et qui concerne l'attribution des droits de vote double aux OPCVM. En effet l'OPCVM n'est pas en droit français une personne juridique, quand elle prend la forme d'un FCP. Ce sont les membres qui sont actionnaires. Se pose alors la question de savoir qui doit posséder les titres durant deux ans : les membres ou le FCP ? Il est en général estimé par assimilation du FCP avec une société que cette computation du délai se fait au niveau du FCP. Mais il serait plus sûr que la loi le dise.

Deux autres idées peuvent encore être proposées

D'abord en ce qui concerne l'augmentation du dividende attribuée à des actionnaires fidèles selon le même critère de titres nominatifs détenus depuis au moins deux ans. Il peut être considéré que l'augmentation prévue par l'article L.232-14 (majoration de 10% du dividende) est faible et pourrait être admise pour un montant plus élevé.

Ensuite relativement à la condition même de titres nominatifs. Ne pourrait-on décider que les actionnaires titulaires de titres au porteur puissent profiter de cette possibilité de droit de vote double ou de dividende majoré sous la condition qu'ils apportent la preuve de la détention de ces titres pendant la durée voulue ⁴³? C'était une possibilité qu'on avait examinée lors de la préparation de la loi de 1966 et qui avait été repoussée pour ses difficultés de mise en œuvre. On peut se demander si les techniques informatiques actuelles ne changent pas la donne.

⁴³ Apparemment dans ce sens pour ce qui est du dividende majoré : AFG, Recommandations sur le gouvernement d'entreprise, janvier 2013.

D. L'identification des actionnaires

37. L'identification des actionnaires français. L'identification des actionnaires est présentée par la Commission européenne dans son plan d'action comme un moyen « d'accroître la transparence » pour « faciliter le dialogue sur les questions de gouvernance ». Cette présentation peut paraître quelque peu artificielle, car ce thème intéresse d'abord la société qui souhaite mieux connaître ses actionnaires et ensuite les actionnaires pour qui les relations entre la société et ses actionnaires seront plus directes. Les réponses au Livre vert de 2011 sur ce point divergent profondément sur les meilleures manières de procéder. Le Parlement européen se faisant l'écho de certaines préoccupations pense que les sociétés peuvent connaître les titulaires d'actions nominatives, mais pas les titulaires d'actions au porteur. En effet, dans ce dernier cas, le droit à la vie privée des investisseurs individuels interdirait une telle révélation.

Il est évident que le droit français est fort éloigné de la position du Parlement européen. En effet les sociétés françaises connaissent naturellement leurs actionnaires nominatifs et, pour ce qui est des actions au porteur, elles ont la possibilité de choisir la formule du titre au porteur identifiable, qui permet à l'émetteur d'identifier les titulaires de titres au porteur. Un grand nombre de sociétés françaises ont introduit cette possibilité dans leurs statuts et la disparition du caractère occulte de la détention des actions paraît maintenant normale en droit français. Manifestement le droit français – et il n'est sans doute pas le seul en Europe – n'est pas en phase avec d'autres traditions juridiques qui éloignent l'actionnaire de la société. Dans un autre registre, le concept de titre intermédiaire, d'origine américaine, mais conforté par une convention Unidroit, éloigne aussi l'actionnaire de la société et est tout aussi contraire à nos conceptions juridiques.

38. L'identification des actionnaires étrangers. L'identification des actionnaires recouvre en droit français également une autre réalité. Les actionnaires non-résidents – essentiellement des actionnaires américains – détiennent leurs actions de sociétés françaises au travers d'une chaîne d'intermédiaires et n'apparaissent souvent qu'au travers de leurs conservateurs finaux en France. La loi française de 2001 a prévu un système dit de l'intermédiaire inscrit qui autorise ce dernier à détenir les actions françaises pour le compte de son vrai propriétaire et qui permet à l'émetteur qui le souhaiterait de percer les écrans successifs pour identifier le vrai propriétaire. Si un écran intermédiaire ne répond pas, l'émetteur peut suspendre le versement des dividendes et le droit de vote. Le mécanisme est théoriquement

satisfaisant, mais la sanction est telle que l'émetteur hésite à l'utiliser, de sorte que le mécanisme est surtout une arme de dissuasion.

III. Les parties prenantes

L'idée de l'importance des parties prenantes fait son chemin chez certains spécialistes de sociétés. Il faut assurément distinguer deux types de relations entre la société et les parties prenantes. Dans un premier sens il paraît utile, voire nécessaire, de prendre en considération l'existence de ces parties prenantes pour que la société ne les oublie pas dans sa politique générale. Dans un second sens encore plus problématique il s'agit de permettre aux parties prenantes de construire la politique générale de la société par sa participation à la gouvernance de la société⁴⁴.

Le cas de salariés est emblématique de ces deux postures, car il paraît non seulement utile de les prendre en considération, mais il est de plus en plus clair, du moins en droit français, qu'ils participent pour une part à la gouvernance de la société. Une autre illustration, moins riche et plus limitée, est à trouver dans les développements de la RSE, dont les promoteurs ne prévoient pas pour l'instant de porte – parole de ce thème au sein de la gouvernance. Cette idée serait d'ailleurs techniquement beaucoup plus délicate à mettre en œuvre que pour les salariés.

A. Les salariés

39. L'état du droit français. L'intérêt porté à la présence des salariés dans la gouvernance de la société est traditionnel en France, même si la question y est naturellement très controversée. D'autre part, le fait économique de la désindustrialisation française de cette dernière décennie a frappé les esprits et sans pouvoir en faire porter la responsabilité à des institutions ou à des comportements précis, le rapprochement fait avec l'Allemagne – qui connaît un système de codécision fort- oblige à se poser la question d'une plus grande intégration des salariés⁴⁵ : pour des produits et des équipements productifs équivalents, la qualité de l'organisation, la qualité de la formation des salariés, un certain consensus social ont permis à l'industrie allemande des progrès que tous les observateurs

⁴⁴ Dans ce second sens les propositions sont encore rares. Le Président de Veolia environnement, M. Antoine Frérot, suggère d'inviter salariés, fournisseurs et « territoires » dans les conseils d'administration, Le Monde 13 juin 2013, p.6.

⁴⁵ L. Gallois, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, Rapport au premier Ministre, novembre 2012. A. Frérot, ibidem : « la présence des salariés allemands dans les conseils de surveillance n'a pas paralysé les entreprises. Au contraire, cela leur a servi pendant la crise, car c'est un facteur d'engagement fort ».

soulignent. Même si ce facteur n'est qu'un facteur parmi d'autres – et difficilement mesurable – cet aspect mérite certainement d'être pris en considération.

L'évolution du droit français du seul point de vue des textes est, sur ce point, pleine d'intérêt. Elle montre assurément une attention à cette question de la place des salariés dans l'entreprise, qui distingue le droit français des droits de Common Law en général peu sensibles à ce thème. Le droit français n'est jamais allé aussi loin que le droit allemand dans une co-surveillance prévue pour les plus grandes entreprises. Mais il fait partie des droits européens assez nombreux qui ont inventé des dispositifs spécifiques sur cette question. Il vaut donc la peine d'essayer de synthétiser la position du droit français en la matière et d'en extraire ce qui est peut-être l'expérience la plus positive.

Le Général de Gaulle avait fait introduire des représentants du comité d'entreprise, ayant voix consultative, au conseil d'administration de la société anonyme par une loi du 16 mai 1946, modifiant une ordonnance du 22 février 1945. Ce texte repris dans le Code du travail ne concerne que les sociétés anonymes cotées ou non cotées, disposant d'un comité d'entreprise. Par la suite il a existé dans les partis politiques traditionnels de droite ou de gauche un intérêt pour la participation des salariés à la gestion de la société, qui s'est manifesté par plusieurs propositions de loi, qui n'ont jamais abouti (propositions de partis de droite en 1974, 1978, 1981 et 2009 et de partis de gauche en 2009 et 2011). Une commission, mise sur pied en 1975 par le Président de la République, avait rendu un rapport qui préconisait une forme de co-surveillance de la société par les salariés⁴⁶. Ce rapport relativement original ne fut pas suivi d'effets. Cependant cet intérêt global pour la participation des salariés s'est exprimé plus concrètement dans plusieurs textes législatifs votés à partir des années 1970 qui voient apparaître les premiers textes sur les *stock-options*. Si l'on cherche à résumer, au sein de ceux-ci, les mesures spécifiques de participation à la gestion, il en existe quatre, outre la loi de 1946 plus haut citée qui ne conférait qu'une voix consultative aux représentants des salariés :

1/ Ordonnance du 21 octobre 1986 ouvre aux SA la possibilité d'introduire une élection facultative de représentants des salariés au sein du conseil d'administration, faculté peu utilisée.

2/ La loi du 25 juillet 1994 impose l'obligation de maintenir dans les entreprises qui sont privatisées à ce moment au moins deux postes d'administrateurs salariés, mesure ponctuelle qui a souvent disparu à la suite de modifications statutaires postérieures ;

⁴⁶ Sudreau, Rapport du comité d'études pour la réforme de l'entreprise, *Documentation française*, 1975.

3/ Cette même loi de 1994 – modifiée par la suite – prévoit la présence de salariés actionnaires comme administrateurs au sein du conseil d’administration, si les salariés actionnaires détiennent au moins 3% du capital social⁴⁷.

4/ La loi du 14 juin 2013 prévoit la représentation obligatoire de salariés au conseil d’administration dans les grandes entreprises, dont les effectifs totaux sont au moins égaux à 10000 salariés à l’échelle mondiale ou 5000 salariés à l’échelle française : deux représentants dans un conseil d’administration supérieur à 12 membres, un seul dans un conseil d’administration de 12 membres ou de moins de douze. Plusieurs modalités de désignation sont possibles et, sans entrer dans un détail réglementaire complexe, il suffit de retenir que ce sont les statuts de la société – et donc les actionnaires – qui choisissent l’une des quatre modalités prévues par la loi (élection par les salariés, désignation par le comité de groupe, le comité central d’entreprise ou le comité d’entreprise, désignation par l’organisation syndicale ayant obtenu le plus de suffrages au premier tour des élections professionnelles...)

40. Les deux modalités principales du droit français. Il résulte de cette accumulation de textes votés par des majorités différentes avec des finalités différentes l’impression d’un certain désordre, qui ne permet pas de présenter le droit français comme un modèle en la matière. On peut cependant en extraire deux textes fondamentaux, qui accroissent les droits des salariés par rapport aux textes fondateurs du Général de Gaulle et qui sont la loi de 1994 et la loi de 2013.

Ces deux textes ont l’avantage de permettre de bien distinguer deux manières de faire : une participation au conseil par l’élection de tous les salariés et une participation au conseil réservée aux seuls salariés-actionnaires. Comme l’exposait déjà le chef du département des relations professionnelles du BIT, Johannes Schregle, dans un colloque ancien, il existe deux grandes écoles de pensée au regard de la participation des salariés⁴⁸. La première école regroupe ceux qui estiment que le pouvoir de décision découle des droits de propriété, de sorte que ceux qui peuvent y prétendre doivent obtenir ces droits de propriété. L’actionnariat des salariés paraît donc le moyen idéal de donner quelque pouvoir aux salariés. La seconde école regroupe ceux qui pensent que les salariés doivent avoir un droit de regard, par le fait même de ce qu’ils apportent à la société par leur travail, indépendamment de tout droit de propriété.

⁴⁷ Au 31 décembre 2011, 40% des sociétés du CAC 40 ont parmi leurs actionnaires des actionnaires salariés détenant plus de 3% du capital de leur société (Jean Michel Clément et Philippe Houillon, rapport d’information de l’Assemblée nationale, février 2013).

⁴⁸ J. Schregle, La participation des travailleurs aux décisions dans l’entreprise, Revue internationale du Travail, vol. 113, janvier-février 1976, p.1.

Faut-il choisir entre ces deux modalités ? Le droit français ne l'a pas fait. Quant au plan européen de 2012, il paraît s'intéresser également à ces deux modalités de participation. Il est vrai que le premier système paraît pouvoir être critiqué comme système censitaire. Il nous semble pourtant que le système généralisé en 2013, copié sur le modèle de la démocratie représentative, est justiciable de certaines critiques modernes de la démocratie. Un fameux livre de Bloch-Lainé, fondé sur l'idée démocratique et appelant à constituer un gouvernement élu de l'entreprise, a vieilli au regard des évolutions même de la démocratie⁴⁹. Comme l'écrit un de nos grands historiens de la chose publique, « au lieu d'assister à la poursuite d'une sorte de généralisation du modèle représentatif classique, nous constatons plutôt dans tous les domaines un développement des pouvoirs de forme indirecte... A côté de l'extension des formes de surveillance, on observe aussi l'affirmation croissante des procédures d'empêchement »⁵⁰ et, ajoute-t-il, ces formes indirectes de démocratie sont encore plus à l'œuvre dans la sphère économique. Il est vrai en effet que l'esprit moderne est de plus en plus sensible à des réactions rapides d'une « souveraineté d'empêchement » fonctionnant à l'aide d'experts que les représentants élus des salariés auront sans doute plus de peine à exercer que des salariés-actionnaires plus motivés et sans doute mieux informés.

41. L'intérêt du système des salariés actionnaires Il nous semble donc que le système de participation des salariés actionnaires est, à choisir, préférable à la démocratie ouverte du type de celle qui est organisée par la loi de 2013. Plusieurs arguments parlent en ce sens.

1/Du point de vue de la situation des salariés en tant que parties prenantes, il faut certainement distinguer la prise en considération de leur intérêt de leurs possibilités d'expression. Or l'expérience prouve que les actionnaires salariés sont relativement sensibles à leur qualité de salarié au travers de la politique générale de la société. Il ne serait pas anormal de considérer que les salariés actionnaires expriment de manière plus rationnelle l'intérêt des salariés.

2/Le choix entre les deux formules est fonction de la finalité recherchée : mais quelle est la finalité recherchée ? Les salariés sont-ils là pour contrôler et protéger l'entreprise contre de mauvaises décisions de gestion ? Ou sont-ils là pour donner aux salariés une vue plus entrepreneuriale des choses ? Sans doute les deux, mais s'il faut choisir une finalité, il nous semble que la finalité la plus essentielle rejoint celle qui caractérise l'essence même du conseil d'administration et qui est de protéger l'entreprise contre les mauvaises décisions et que celle-ci est plus

⁴⁹ F. Bloch-Lainé, *Pour une réforme de l'entreprise*, *Seuil*, 1963

⁵⁰ P. Rosenvallon, *La contre-démocratie*, *Seuil*, 2006, p 291.

naturellement pensée et mise en œuvre par les actionnaires – salariés, les syndicats étant plus ou moins présents dans l’une et l’autre formule.

3/Il se trouve que le droit français fait une place particulière à ces salariés-actionnaires, puisque ceux-ci ont le droit exceptionnel de désigner les représentants qui siègeront au conseil d’administration. Ce privilège permettant à des actionnaires de faire désigner leurs représentants est contesté par certains en ce que ce système introduit une inégalité entre les actionnaires. Ceci peut être plutôt interprété comme le fait que la loi française a voulu reconnaître une place originale à ces salariés-actionnaires, en ce qu’ils représentent d’une certaine manière l’intérêt des salariés.

4/Un dernier avantage de cette présence des salariés actionnaires est que les salariés actionnaires ont sans doute un rapport plus étroit avec leurs représentants que ne l’ont l’ensemble des salariés avec leurs représentants.

Si ce système de l’actionnariat salarié devait inspirer des réformes dans d’autres pays, il conviendrait sans doute de se pencher sur le système français de 1994 et sans doute de l’améliorer, car il présente la particularité de minorer les droits de vote des salariés-actionnaires, au regard des droits de vote des actionnaires ordinaires. En effet la structure principale qui regroupe les salariés actionnaires de manière collective est un OPCVM d’un type particulier, dit FCPE, dont la réglementation donne rarement la possibilité aux membres de voter directement : le vote appartient le plus souvent à un conseil de surveillance qui est composé pour une part de représentants de l’entreprise. Cette situation particulière s’inspire du modèle américain qui a construit l’actionnariat des salariés sur l’existence d’un trustee nommé par la direction de l’entreprise. Comme si, dans une sorte d’échange synallagmatique, cet actionnariat favorisé par l’entreprise devait restituer du pouvoir à l’entreprise. Cet argument est aussi développé en France⁵¹ et la question est naturellement controversée. Il nous semble cependant que cette réglementation qui a pu permettre d’acclimater l’actionnariat salarié en France devrait être revue. Deux raisons militent en ce sens : même si l’on comprend la nécessité de structures collectives pour encadrer l’actionnariat salarié, il n’en résulte pas pour autant que le droit de vote doive être exercé d’une manière aussi distanciée; on peut aussi, en termes juridiques modernes, y voir un conflit d’intérêts, que la directive des droits des actionnaires interdit dans certains des cas de figure en cause⁵². Une autre limite du système d’actionnariat salarié trouve sa source dans le fait qu’il existe dans un certain nombre de pays d’Europe des difficultés importantes pour que les salariés puissent être porteurs de parts d’un FCPE

⁵¹ AMF- Rapport sur l’épargne et l’actionnariat salarié, (dir. J. Delmas-Marsalet), février 2011.

⁵² Ibidem

français. L'AFEP notait ainsi « la différence de qualification des avantages, tels que la décote sur le prix de souscription des actions et l'abondement », « l'absence d'uniformité dans la définition des salariés éligibles » et « des plafonds de souscription »⁵³

Si l'autre système de participation de tous les salariés paraissait préférable au regard de grands principes, il n'est pas sûr que le mélange des deux soit la solution la plus rationnelle. La France va faire cette expérience pour des raisons liées à son histoire propre.

42. Une conclusion provisoire. Faut-il ajouter qu'en règle générale, quel que soit le système utilisé (représentation de tous les salariés ou des seuls salariés-actionnaires), les représentants des salariés n'exercent qu'une influence minoritaire au sein du conseil d'administration ? Ils n'ont de par leur nombre aucun pouvoir décisionnel (sauf hypothèse difficile à imaginer où ils joueraient un rôle d'arbitre entre deux fractions du conseil d'administration) et ils n'ont en réalité bien souvent, comme cela est noté même dans les systèmes de codécision, qu'un pouvoir d'information et de consultation. Ce qui de manière un peu paradoxale voudrait dire que le système imaginé en 1945 et 1946 par le Général de Gaulle, permettant information et consultation du comité d'entreprise, n'était pas très éloigné des systèmes successivement mis en place depuis. Ce qui est dit d'une certaine manière par un économiste, Robert Boyer, dans l'introduction à un petit ouvrage de Jean-Louis Beffa et Christophe Clerc quand il évoque une visée commune : « la multiplicité et la diversité des procédures de codétermination révélées par les études historiques tranchent avec la référence au seul modèle allemand dans les débats français. C'est sans doute que les acteurs et les partenaires peuvent avoir des objectifs et des attentes différents en matière de codétermination, au-delà de la visée commune qui est l'accès des représentants du personnel aux informations et aux délibérations conduisant à la stratégie de l'entreprise »⁵⁴. Mais il est sûr que derrière les textes ce qui importe est un sentiment fort de consensus social et des textes de 1945 et 1946 sont sans doute trop anciens pour cela : il est donc utile que de nouveaux textes redonnent force d'une manière ou d'une autre à ce sentiment.

B. La RSE

43. Le thème de la RSE. La RSE est un thème nouveau qui imprègne peu à peu le monde de l'entreprise. Elle pose un certain nombre de questionnements sans

⁵³ AFEP, Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, Réponse de l'AFEP au livre vert, 13 juillet 2011, p. 33.

⁵⁴ Centre Cournot, Les chances d'une codétermination à la française, janvier 2013.

réponse immédiate car le thème est complexe et mérite d'être mûrement réfléchi. L'Union européenne y montre un fort attachement, ce qui peut augurer de changements à venir en termes de gouvernance pour les entreprises des Etats européens. A l'inverse, ces changements ne devraient pas se retrouver dans la gouvernance des sociétés américaines.

Cette différence s'explique. Les sociétés américaines sont restées fidèles à la théorie économique néoclassique de l'agence et attachées à la valeur actionnariale, associée désormais à une théorie du marché. Sur le continent européen, les experts proposent une lecture moins réductrice de la théorie économique et préconisent une prise en compte plus large des intérêts qui composent une entreprise ou gravitent autour d'elle. Idéalement, il conviendrait de concevoir celle-ci « comme un système permettant d'obtenir des résultats affectant le bien-être de l'ensemble des parties-prenantes » pour la rendre la plus efficiente possible⁵⁵. C'est sur ces fondements théoriques que, de manière assez novatrice, la RSE prend appui. Les changements liés à la RSE reposent en effet sur l'idée que la théorie de l'agence ne se limite pas à corriger une opposition entre actionnaires et dirigeants et peut partir d'une opposition entre actionnaires et autres parties prenantes de l'entreprise. La difficulté dans ce débat tient à la transposition de cette théorie dans le réel et à la définition même de « parties prenantes ». Cette notion existe dans les textes européens mais n'est pas définie. Elle peut d'ailleurs viser à satisfaire, dans le même temps, des intérêts parfois différents voire divergents comme ceux des salariés (v. supra) des fournisseurs de l'entreprise, de ses créanciers, de l'Etat et, pourquoi pas, de l'environnement ?

44. L'intégration progressive de la RSE dans le droit. Illustration de l'attachement de l'Europe à ces réflexions et débats, un glissement progressif s'est opéré dans la manière qu'ont les institutions européennes d'aborder la RSE. Il s'agissait il y a peu encore de préconiser une démarche purement volontaire de la part des entreprises et cette démarche présentait des avantages indéniables dans la mesure où elle est une incitation, en principe, à l'innovation. Aujourd'hui des obligations sont en train de naître en droit positif. On trouve trace de cette évolution dans le vocabulaire adopté pour définir la RSE. Définie traditionnellement par la Commission européenne comme signifiant l'« intégration *volontaire* par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et à leurs relations avec leurs parties prenantes », la RSE perd cet aspect « volontaire » pour devenir plus largement « la responsabilité des

⁵⁵ G. Charreaux, La théorie positive de l'agence : positionnement et apports, Revue d'économie industrielle, 2000, vol. 92, p. 193.

entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société»⁵⁶. La Commission opère ici un revirement conceptuel majeur et une révolution quasi-copernicienne : les sociétés doivent répondre de leurs actes devant d'autres personnes et face à leur environnement.

Cette position est confortée par deux résolutions du Parlement européen du 6 février 2013 et un projet de directive du 16 avril 2013. Alors que l'une des résolutions⁵⁷ adopte une conception large de la RSE en lui assignant dans le même temps le pouvoir de relancer l'économie dans le monde, la seconde est plus précise et axée sur la gouvernance des sociétés, ce qui montre que le débat sur la RSE ne peut manquer de conduire à s'interroger sur la gouvernance des entreprises et leur processus de décision⁵⁸.

A cet égard, l'Union européenne affirme vouloir s'appuyer sur les entreprises pour concrétiser ses objectifs. Certes, l'idée d'une représentation des parties prenantes au sein des conseils - dont on voit mal pour l'instant quelle réalité celle-ci pourrait revêtir - est, à ce stade, à écarter. Mais d'autres mécanismes de la gouvernance sont sollicités.

Deux axes sont mis en exergue.

Tout d'abord, le §23 de la résolution « comportement responsable et transparent des entreprises et croissance durable » fait valoir que la Commission européenne devrait « encourager les entreprises à faire décider par leur conseil d'administration leur stratégie RSE ». Cela suggère de savoir comment mieux impliquer le conseil d'administration et les dirigeants dans une démarche RSE en lien avec la stratégie d'entreprise. La chose n'est pas simple et certaines réflexions sont déjà menées au sein de groupes de travail informels en France sur ce point.

Un second mécanisme figure dans la proposition de directive du 16 avril 2013 relative aux informations non financières en lien avec la RSE. Il exprime le souci de soumettre dans le rapport de gestion « une déclaration non financière » comprenant des « informations relatives aux questions d'environnement, sociales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption », - en plus des traditionnelles informations financières- et d'y appliquer une règle *report or explain*. Cette règle pourrait se rapprocher du *comply or explain*

⁵⁶ Communication de la Commission « Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014 », COM (2011) 681 final, 25 octobre 2011.

⁵⁷ C. Malecki, L'irrésistible montée en puissance de la RSE, Bull. Joly soc. 2013, p. 594

⁵⁸ A. Sobczak, Pour une définition de la RSE à la hauteur des enjeux, avril 2010, Metis, lien : http://www.metiseurope.eu/pour-une-d-finition-de-la-rse-la-hauteur-des-enjeux_fr_70_art_28765.html.

évoqué à propos des codes de gouvernement d'entreprise. Si tel était le cas et si la directive voyait le jour sans modification substantielle, on serait en présence d'une grande nouveauté pour les droits des Etats membres de l'Union européenne.

Sur ce point toutefois, la France semble avoir pris un temps d'avance. Elle s'est dotée d'un régime très innovant et cette expérience pourrait inspirer d'autres Etats membres de l'Union européenne voire servir d'exemple à l'échelon européen.

45. Les innovations en droit positif. Le principe de transparence appliqué aux entreprises en matière sociale et environnementale n'est pas nouveau pour le juriste français. Il existe dans le code de commerce depuis que la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) oblige les entreprises cotées en bourse à inclure des informations sociales et environnementales dans leur rapport annuel de gestion. L'exigence qui consiste à soumettre aux actionnaires un « *reporting* social et environnemental » montre que l'idée de la RSE n'est pas incompatible avec un cadre juridique. Un tel cadre peut contribuer à stimuler les initiatives dans ce domaine, sans pour autant interdire l'innovation.

Récemment, d'autres innovations ont été apportées par la loi du 22 mars 2012 (révisant la loi du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement, dite Grenelle II), et son décret d'application du 24 avril 2012 (article 225). Ces textes définissent, pour les sociétés cotées -et pour les autres entreprises dépassant certains seuils (notamment en termes de chiffre d'affaires)-, de nouvelles obligations concernant la publication d'informations en matière sociale, environnementale et sociétale. En outre, ils intègrent deux innovations importantes qui touchent non pas tant au contenu de l'information à fournir qu'à la méthodologie juridique employée, celle du *comply or explain*, et au mode de contrôle mis en place.

a) Un comply or explain innovant

Le décret fournit une grille d'analyse pour l'élaboration et la présentation du rapport avec une présentation de la politique menée par l'entreprise en matière sociale et environnementale. Il précise un certain nombre de critères à indiquer dans le rapport RSE. Il permet toutefois aux entreprises de ne pas renseigner un indicateur, sous réserve de s'en justifier. Cette règle ressemble au *comply or explain* mais de manière beaucoup plus encadrée, ce qui fait toute son originalité par rapport au mécanisme déjà mis en place en matière de gouvernance. D'abord, cette règle s'applique non pas à des recommandations relevant du droit souple, de

la *soft law*, mais à une règle de droit. Cette figure juridique est nouvelle car il ne s'agit pas de proposer un droit supplétif comme on le pratique régulièrement (et qui, par définition, s'appliquerait par défaut) mais, à l'inverse d'imposer, encore que de manière souple, une norme juridique. Une contrainte dont on peut s'extraire en quelque sorte, dès lors qu'on explique pour quelle raison on le fait. Ensuite et logiquement, l'élément de souplesse ici apporté reste limité dans la mesure où la possibilité de ne pas fournir une donnée implique une inadaptation de l'indicateur à la situation de la société. On imagine que cette « inadaptation » devra répondre à des critères objectifs : pour échapper à l'obligation de transparence, la société aura à démontrer l'impossibilité de fournir l'information ou son manque de pertinence au regard de la nature de son activité ou de son organisation.

b) La question du contrôle

Autre élément innovant, le contrôle opéré par un organisme tiers indépendant (OTI). Cette référence à un tiers indépendant pour l'exercice du contrôle de la règle *report ou explain*, de même que les renvois au chapitre du Code de commerce relatif aux commissaires aux comptes, laissent penser que cet OTI ressemblera plus ou moins à un auditeur. Petite curiosité, cependant, le mode de désignation de cet organisme est laissé au choix du directeur général ou du président du directoire, ce qui n'est pas le cas pour les commissaires aux comptes désignés en assemblée d'actionnaires.

Le contrôle exercé par ce tiers sera double. Il consistera d'abord à vérifier que toutes les informations requises par le Code de commerce sont présentes dans le rapport social et environnemental, avec mention, le cas échéant, de celles dont l'omission ne sera assortie d'aucune justification. Le tiers devra produire une attestation dans le rapport de gestion à la suite de cette vérification. Un avis, plus substantiel, conduira le tiers indépendant à se prononcer sur la sincérité des informations, ainsi que sur les explications fournies en cas d'omission. L'avis devra être motivé, c'est-à-dire que le contrôleur aura à justifier ses propres appréciations. Il sera également exigé de lui qu'il ait agi avec diligence dans l'exercice de sa mission. Enfin, le rapport de l'OTI sera « transmis » à l'AG, ou, plus vraisemblablement annexé au rapport de gestion.

Ce double contrôle est intéressant et original. Il va plus loin que la règle *comply or explain* telle que pratiquée jusqu'à présent. Comme cette dernière, cependant, la

question de la sanction reste posée, aucune sanction n'étant prévue dans le code de commerce au cas où une société n'appliquerait pas la règle.

Annexes

ANNEXE 1

Le code allemand de gouvernement d'entreprise

Katrin Deckert

Maître de conférences Université Paris Ouest Nanterre

Secrétaire générale adjointe de l'Académie internationale de droit comparé

Le concept de *corporate governance* s'est développé aux Etats-Unis dans les années 80-90 avec l'essor du capitalisme institutionnel; le poids des investisseurs et actionnaires étant devenu considérable, ils ont eu un rôle actif dans la défense de leurs intérêts face à ceux des dirigeants. Au Royaume-Uni, dans les années 90, est rédigé un *Code of Best Practice* ayant lui aussi pour but la protection des actionnaires, en réaction aux nombreux scandales des années 80 (*Polly Peck, BCCI, Maxwell*); ce débat est très fortement marqué par la *self-regulation*. L'Allemagne rejoint le mouvement vers la fin des années 1990 avec notamment la loi sur le contrôle et la transparence (*Kontrolle- und Transparenzgesetz*) de 1998 et deux ébauches de projet sur le gouvernement d'entreprise : *les principes fondamentaux de Francfort* et le *Berliner Kreis*. Par rapport aux autres pays, l'Allemagne était à l'époque (et est certainement aujourd'hui encore, mais dans une moindre mesure) plus orientée vers les banques qui ont un rôle majeur dans le financement des entreprises, les intérêts des actionnaires entrant ainsi en concurrence avec les autres parties prenantes de la société, et notamment ses créanciers.

La notion de *corporate governance* est difficilement traduisible et il n'en existe pas de définition légale en Allemagne. On a tenté de la définir comme la

« constitution de l'entreprise, sa direction ou son organisation » (*Unternehmensgründung, -führung oder -organisation*).

Seront d'abord présentés l'élaboration du code allemand de gouvernement d'entreprise (I), la valeur juridique (II), les sanctions en cas de non-respect (III), le champ d'application *ratione personae* (IV), les principales recommandations de ce code (V), puis sera fait un bilan (VI).

I. L'élaboration du code

Sous l'influence d'un certain nombre de scandales nationaux et internationaux à la fin des années 90 (Enron, Worldcom, Parmalat, Holzmann), le gouvernement fédéral institue en mai 2000 une commission gouvernementale « *Corporate Governance - Unternehmensführung - Unternehmenskontrolle - Modernisierung des Aktienrechts* ». Cette commission, présidée par le juriste T. Baums, est composée de représentants de plusieurs sociétés par actions, d'associations, d'actionnaires, de sociétés d'expertise comptable, de syndicats, de politiciens et de scientifiques. Ils rédigent un questionnaire qu'ils envoient à quatre-vingts experts nationaux et internationaux pour créer un droit non étatique, un instrument d'autorégulation. Lors des débats sont pris en considération le *Code of Best Practice* anglais, certains systèmes étrangers, le *Code of Best Practice de la Frankfurter Grundsatzkommission*, le *German Code of Corporate Governance* du *Berliner Initiativkreis* ainsi que les principes *de corporate governance* édictés par l'OCDE. La commission recommande, entre autres, d'élaborer un « *Code of Best Practice* » pour les entreprises allemandes.

A la suite de cette recommandation est instituée par le Ministre fédéral de la Justice le 6 septembre 2001 la *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex* sous la présidence de G. Cromme. Il s'agit d'une mesure de réglementation autonome de l'économie au sens large. La commission est en effet financée par l'industrie elle-même et totalement indépendante dans ses décisions. Le gouvernement ne peut pas lui donner des instructions ou ordres sur ce qui doit être ou ne pas être intégré dans le code ; la commission ne comprend d'ailleurs aucun représentant du gouvernement ou de la sphère politique⁵⁹. Elle adopte le *Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)* et le transmet au gouvernement le 26 février 2002. Ce code est publié dans le journal officiel par le ministre fédéral de la justice le 20 août 2002.

⁵⁹ Néanmoins, certains auteurs doutent parfois de l'indépendance réelle de la commission gouvernementale, v. not. W. SEIDEL, « *Der Deutsche Corporate Governance Kodex – eine private oder doch eine staatliche Regelung?* », ZIP 2004, p. 285, et spéc. p. 287 et s. ; Ch. RADKE, *Die Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex nach § 161 AktG*, Lang : Francfort s./M. 2004, p. 66.

Le *Deutscher Corporate Governance Kodex* est désormais le code « officiel » de référence⁶⁰.

La commission gouvernementale n'a pas été dissoute par la suite. C'est une commission permanente composée de douze membres venant de la sphère économique, scientifique et de vie publique – et dont la composition change toutefois régulièrement⁶¹ -, qui a compétence pour adapter les normes du code aux évolutions nationales et internationales de *corporate governance*, ce qui a donné lieu à de nombreuses versions du code, publiées chaque fois par le Ministère fédéral de la Justice dans le Journal officiel électronique. Par ce biais, les recommandations servent d'instrument flexible, objet d'un développement constant et rapide sans que le législateur ne soit amené à intervenir. Le pouvoir de la commission gouvernementale reste néanmoins limité. En effet, certaines questions ne peuvent être résolues que par le législateur et par la réforme des dispositions légales en vigueur⁶².

II. La nature juridique du code

Avec les règles du code de gouvernement d'entreprise, le droit allemand a reçu un nouveau genre de «normes», parfois considéré à tort comme *soft law*. Le terme est en effet trompeur, car les « standards » du code ne sont pas du « droit », mais des «meilleures pratiques » (« *Best Practice* ») dépourvues de légitimité démocratique.

Le code allemand comporte trois types ou niveaux de dispositions, chacune d'une nature juridique différente : (1) les (nombreuses) dispositions légales en vigueur et donc obligatoires, simplement reproduites dans le code, (2) plusieurs

⁶⁰ La version actuelle (13 mai 2013) est disponible, en langue anglaise, sur <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/index.html>

⁶¹ La commission est actuellement composée de la manière suivante:

Klaus-Peter Müller	Chairman of the Supervisory Board of Commerzbank AG - Chairman of the Government Commission on the German Corporate Governance Code -
Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner	Chair in Entrepreneurial Finance, supported by KfW Bankengruppe, Entrepreneurial University of Munich
Prof. Dr. Dres h.c. Theodor Baums	Director of the Institute for Law and Finance, Goethe – University Frankfurt
Dr. Hans-Friedrich Gelhausen	Auditor, Attorney at Law, Member of the Board of the PricewaterhouseCoopers AG WPG
Dr. Dr. h.c. Manfred Gentz	President ICC Deutschland e.V. (Germany) and Member of the Executive Board ICC, Paris
Dietmar Hexel	Member of the DGB National Executive
Ulrich Hocker	President Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
Dr. Stefan Schulte	Chairman of the Executive Board of Fraport AG
Christian Strenger	Member of the Supervisory Board of the DWS Investment GmbH
Prof. Dr. Axel von Werder	Institute for Science of Business Administration, Organization and Business Management of the TU Berlin (Technische Universität Berlin)
Daniela Weber-Rey	Chief Governance Officer und Deputy Global Head Compliance, Deutsche Bank AG
Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro	Professor of Economics at Johannes Gutenberg University of Mainz

⁶² A. LUKE, « La gouvernance d'entreprise en Allemagne entre *Aktiengesetz* et nouveau Code de conduite », *Gaz. Pal.*, 29 nov. 2003, n° 333, p. 23.

«recommandations » (*Empfehlung*) (environ quatre-vingt), dont les sociétés ne peuvent s'écarter qu'à la condition de s'en expliquer⁶³, et (3) les « suggestions » (*Anregung*) (environ vingt) desquelles il est possible pour les sociétés de s'éloigner sans nécessité d'explication⁶⁴. Ce code mêle ainsi trois niveaux de règles. La délimitation claire et exacte des trois catégories n'est toutefois pas toujours facile⁶⁵.

La *Transparenz- und Publizitätsgesetz* du 19 juillet 2002 a intégré dans une certaine mesure le code dans le corps législatif en introduisant l'obligation pour le directoire et le conseil de surveillance des sociétés concernées de déclarer et publier, une fois par an⁶⁶, les recommandations du code qu'ils n'ont pas respectées ou ne souhaitent pas respecter, ou celles qu'ils ont appliquées et appliqueront (§ 161 de l'*Aktiengesetz*, le Code allemand des sociétés par actions, ci-après « *AktG* »)⁶⁷. Depuis la *Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz* du 25 mai 2009, transposant la directive européenne 2006/46/CE du 14 juin 2006, le directoire et le conseil de surveillance des sociétés concernées ne doivent pas seulement indiquer les recommandations qui n'ont pas été ou ne seront pas appliquées (selon l'approche « se conformer ou déclarer »), mais aussi les raisons de cette non-application, introduisant ainsi en droit allemand, pour le rendre totalement conforme au droit de l'Union, une exigence d'explication (« se conformer ou s'expliquer ») (§ 161, al. 1) ; cette déclaration doit ensuite être publiée, de façon durable, sur leur site Internet (§ 161, al. 2).

Dans le cadre de la transposition de cette directive, le législateur allemand a en outre introduit l'obligation pour les sociétés concernées d'inclure dans leur rapport de gestion une *Erklärung zur Unternehmensführung*. Cette dernière doit contenir la déclaration relative au *Deutscher Corporate Governance Kodex* selon le § 161 de l'*AktG*, des indications relatives aux pratiques de gouvernance qui sont appliquées dans l'entreprise et qui dépassent les exigences légales, ainsi qu'une description des méthodes de travail du directoire et du conseil de surveillance, de la composition et des méthodes de travail de leurs comités (§ 289 a de l'*Handelsgesetzbuch*, le Code allemand de commerce, ci-après « *HGB* »). Enfin, dans l'annexe doit être indiqué que la déclaration selon le § 161 de l'*AktG* a été faite et à quel endroit elle a été rendue publique (*HGB*, § 285,16°, § 314, al. 1, 8°).

⁶³ Les recommandations se reconnaissent à l'emploi du mot *soll* (« doit »).

⁶⁴ Les suggestions sont identifiables à l'emploi des mots *sollte* ou *kann* (« devrait » ou « peut »).

⁶⁵ M. HOFFMANN-BECKING, « *Zehn kritische Thesen zum Deutschen Corporate Governance Kodex* » ZIP 2011, p. 1173, et spéc. P. 1174 et S.

⁶⁶ Ce que la loi entend exactement par l'expression « annuellement » (*jährlich*) fait l'objet de vives discussions doctrinales.

⁶⁷ Pour une étude approfondie, v. T. KIRSCHBAUM, *Entsprechenserklärungen zum englischen Combined Code und zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, thèse : Bonn : 2005, Cologne/ Berlin/ Munich, Carl-Heymanns Verlag, 2006.

III. Les sanctions en cas de non-respect du code

La loi ne contient pas de dispositions expresses relatives aux conséquences d'une violation du § 161 de l'*AktG* concernant la déclaration relative au *Deutscher Corporate Governance Kodex*. Une telle violation peut néanmoins entraîner des sanctions.

Les sanctions peuvent notamment être de deux ordres : nullité (ou annulabilité) des délibérations des organes sociaux, et responsabilité civile.

D'abord, selon le *Bundesgerichtshof*, la Cour fédérale de Justice en Allemagne, dans ses arrêts remarquables du 16 février 2009 (*Leo Kirch/Deutsche Bank*)⁶⁸ et du 21 septembre 2009 (*Axel Springer*)⁶⁹, le § 161 de l'*AktG* impose des obligations à respecter, et notamment l'obligation d'établir une déclaration exacte et de respecter celle-ci jusqu'à sa rectification ou actualisation. Ainsi, une inexactitude dans la déclaration relative au code de gouvernement d'entreprise, et plus précisément la non-révélation à l'assemblée générale d'un conflit d'intérêts par le directoire et le conseil de surveillance est de nature à entraîner l'annulation du *quitus* des membres de ces deux organes donné par les actionnaires (*AktG*, § 120 al. 1 à 3). Au-delà se pose la question de manière générale de la nullité d'une délibération des organes de la société, et en particulier de l'assemblée générale, question qui est toujours débattue en Allemagne.

Une telle violation peut ensuite déclencher la responsabilité civile⁷⁰.

Dans les rapports internes, c'est-à-dire ceux entre les membres du directoire et du conseil de surveillance d'un côté et la société de l'autre, une violation du § 161 de l'*AktG* par une déclaration relative au code de gouvernement d'entreprise omise ou erronée constitue une faute des membres du conseil d'administration ou du directoire, ce qui peut entraîner une responsabilité civile envers la société en vertu des § 93 al. 2, phr. 1, et § 116, phr. 1 de l'*AktG*⁷¹. La responsabilité suppose l'existence d'un dommage causé à la société par cette violation ; dans de nombreux cas, la preuve d'une telle causalité est toutefois difficile.

⁶⁸ BGH, 16 févr. 2009 - II ZR 185/07, *BGHZ* 180, p. 9 ; *NZG*, 2009, p. 342 ; *NJW* 2009, p. 2207 ; *ZIP* 2009, p. 460 ; *WM* 2009, 459. Pour son analyse doctrinale, v. not. D. MARHEWKA, obs. sous BGH, 16 févr. 2009 - II ZR 185/07 (*Leo Kirch/ Deutsche Bank*), *BB*, 2009, n° 16, p. 799, et spéc. p. 800 ; E. VETTER, *Der Tiger zeigt die Zähne - Anmerkungen zum Urteil des BGH im Fall Leo Kirch/ Deutsche Bank*, *NZG*, 2009, n° 15, p. 561, et spéc. p. 566.

⁶⁹ BGH, 21 sept. 2009, - II ZR 174/08 *BGHZ* 182, p. 272 ; *NZG* 2009, p. 1270 ; *ZIP* 2009, p. 2051 ; *WM* 2009, p. 2085.

⁷⁰ Pour une étude approfondie, v. T. BECKER, *Die Haftung für den deutschen Corporate Governance Kodex*, thèse : Mayence : 2005, Baden-Baden, Nomos, 2005 ; H. BERTRAMS, *Die Haftung des Aufsichtsrats im Zusammenhang mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex und § 161 AktG*, thèse : Augsburg : 2003, Berlin, Duncker & Humblot, 2004 ; Ph. HANFLAND, *Haftungsrisiken im Zusammenhang mit § 161 AktG und dem Deutschen Corporate Governance Kodex*, thèse : Heidelberg : 2006, Baden-Baden, Nomos, 2007.

⁷¹ V. not. Ch. H. SEIBT, *Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechenserklärung (§ 161 AktG-E)*, *AG*, 2002, n° 5, p. 249, et spéc. p. 254 et s. ; U. EHRICKE, in K. J. HOPT/ H.-Ch. VOIGT, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, Mohr Siebeck, 2005, p. 309 .

Dans les rapports externes avec les tiers, et notamment avec les investisseurs, la responsabilité des membres du directoire et du conseil de surveillance ne peut être engagée que de manière exceptionnelle, pour des raisons dues à la difficile articulation des textes du Code civil allemand et de l'*AktG*.

Dans l'hypothèse où les membres de ces deux organes sont eux-mêmes à titre exceptionnel civilement responsables, se pose la question de savoir - et elle n'est toujours pas résolue - si leur faute ne peut pas être attribuée à la société, en application analogue du § 31 de l'*AktG*.

IV. Son champ d'application *ratione personae*

Le cercle des sociétés soumises au code de gouvernement d'entreprise et donc destinataires de ces obligations de déclaration selon le § 161 de l'*AktG* est relativement large aujourd'hui.

Sont en effet concernées les sociétés cotées (*börsennotierte Gesellschaft*) dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé (*AktG*, § 3 al. 2). Sont aussi concernées les sociétés dont les valeurs mobilières autres que les actions sont admises aux négociations sur un marché organisé au sens du § 2 al. 5 de la *Wertpapierhandelsgesetz* et dont les actions sont négociées, à leur propre initiative, sur un système multilatéral de négociation.

Le code a principalement en vue les grandes sociétés actives au niveau international. Pour éviter toutefois de surcharger les entreprises moyennes auxquelles le code s'adresse également, certaines de ses dispositions prennent en considération leurs caractéristiques propres et permettent une plus grande souplesse (par exemple, 5.3.1. phr. 1).

Notons que le code recommande néanmoins aux autres sociétés, non visées par ces textes, de respecter également le code de gouvernement d'entreprise.

V. Les principales recommandations du code

Le *Deutscher Corporate Governance Kodex* recommande des pratiques de bonne gouvernance dans les domaines suivants : (1) actionnaires et assemblée des actionnaires, (2) coopération entre directoire et conseil de surveillance, (3) directoire, (4) conseil de surveillance, (5) transparence, (6) comptabilité et audit.

Il s'agit ici d'un aperçu des principales « recommandations » du code allemand de gouvernement d'entreprise, les « suggestions » et reprises du texte de la loi ne seront ainsi pas abordées : une bonne gouvernance des entreprises passe par une meilleure information sur la vie de l'entreprise, une meilleure coopération entre les organes et un meilleur contrôle de ceux-ci.

1. Information

Selon le code allemand de gouvernement d'entreprise, les dirigeants doivent notamment informer les actionnaires sur les programmes de *stock-options* et des systèmes incitatifs similaires, à moins que cette information soit déjà disponible (7.1.3) et indiquer les participations de la société, d'importance non négligeable pour celle-ci, dans des entreprises tierces (7.1.4). Les actionnaires doivent aussi être informés de la détention d'actions, ou d'instruments financiers connexes, de la société par les membres du directoire et du conseil de surveillance, si celle-ci dépasse directement ou indirectement 1% des actions émises par la société (6.3).

Une politique de rémunération appropriée (« *angemessen* ») des dirigeants (en ce sens aussi le § 87 al. 1 et 2 de l'*AktG*), et une bonne information concernant celle-ci, est également nécessaire. Plus précisément, la rémunération doit être déterminée en fonction de la mission et de la performance du dirigeant, de la situation économique de la société, de ses résultats et perspectives, et des rémunérations usuelles⁷² (4.2.2.). Elle doit l'être selon un rapport « approprié », le terme « *angemessen* » n'ayant pas d'équivalent exact en français mais renvoyant aux notions d'adéquation et de proportionnalité. La structure de la rémunération des dirigeants doit également être orientée vers le développement et la gestion durables (« *Nachhaltigkeit* ») de l'entreprise (4.2.3.).

Le montant de rémunération de chaque dirigeant doit d'ailleurs être publié (v. aussi les § 285 n° 9 a et le § 286 al. 4 du *HGB* qui exigent la publication individuelle de la rémunération des dirigeants), même si l'assemblée générale peut en décider autrement avec une majorité des trois quarts (4.2.4. ; v. aussi le § 286 al. 5 du *HGB*).

Notons également à ce titre que le législateur allemand a adopté le *say on pay* (*AktG*, § 120 al. 4). Plus précisément, l'assemblée générale annuelle d'une

⁷² Il s'agit d'effectuer une comparaison « horizontale » avec d'autres entreprises de la même branche et de taille similaire, et une comparaison « verticale » avec les salaires versés au sein même de l'entreprise.

société cotée peut se prononcer sur l'approbation du système de rémunération des membres du directoire ; cette délibération ne crée toutefois ni droits ni obligations, c'est un vote purement consultatif.

2. Coopération entre les organes

En Allemagne, toutes les sociétés anonymes doivent être organisées selon une structure dualiste avec un directoire (*Vorstand*) et un conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*). Le code allemand de gouvernement d'entreprise rappelle que le directoire et le conseil de surveillance « *collaborent étroitement dans l'intérêt de l'entreprise* », ils doivent se concerter sur « *l'orientation stratégique de l'entreprise et sur sa mise en œuvre* », leurs fonctions ne divergent qu'au moment du contrôle du directoire, sinon ils doivent travailler de façon collégiale (3.).

D'ailleurs, les actionnaires en Allemagne ont le droit de prendre la parole, et ils peuvent aussi soumettre des propositions pertinentes et participer ainsi à la gestion de l'entreprise (2.).

3. Contrôle

Le code allemand recommande l'instauration d'un comité d'audit pour garantir la sincérité des comptes et leur transparence (5.3.2.), et un comité de nomination (5.3.3.). Le conseil de surveillance doit être composé d'un nombre suffisant de membres indépendants (5.4.2.), nombre autoévalué par le conseil de surveillance lui-même.

Les actionnaires peuvent contrôler les dirigeants par leur vote lors des assemblées, c'est pourquoi le code de gouvernement d'entreprise insiste sur l'importance du vote par procuration et l'utilisation des moyens modernes (2.3.).

Le code insiste d'ailleurs aussi sur l'adoption de mesures de prévention et de gestion de conflits d'intérêts des membres du directoire (4.3.) et du conseil de surveillance (5.5.).

VI. Bilan

En Allemagne, une partie du public⁷³, de la doctrine⁷⁴ et même de l'économie⁷⁵ est aujourd'hui (très) sceptique à l'égard du code allemand de gouvernement d'entreprise et notamment l'activité de la commission gouvernementale.

Les raisons de ce scepticisme à l'égard du code, et plus précisément à l'égard de l'action de la commission lors de l'élaboration du code, sont complexes et en partie de nature fondamentale. On critique notamment la transparence insuffisante de la procédure lors du développement du code et la haute fréquence d'adaptation à cause des nombreuses et parfois profondes modifications du code. Se pose également la question très complexe et vivement discutée de sa conformité à la constitution, et notamment le manque de légitimité démocratique du code allemand de gouvernement d'entreprise.

Peut-être d'ailleurs également observée aujourd'hui une certaine déception du mécanisme de code : le législateur allemand reprend régulièrement les recommandations nouvelles, juste après leur publication par la commission gouvernementale, pour les rendre impératives, s'il estime insuffisante la pratique réelle d'implantation de ces recommandations par les entreprises.

⁷³ V. par ex., J. JAHN, *Missbrauchter Kodex*, FAZ, 11 juillet 2011, p. 9 ; H.-U. WILSING, *Kodex-Änderungen engen Kandidatenkreis für den Aufsichtsrat ein – Kritik an Corporate-Governance-Reformvorschlägen*, *Börsen-Zeitung*, 3 mars 2012, p. 13.

⁷⁴ V. not. G. SPINDLER, *Zur Zukunft der Corporate Governance Kommission und des. § 161 AktG*, *NZG* 2011, p. 1007 ; M. HOFFMANN-BECKING, *Zehn kritische Thesen zum Deutschen Corporate Governance Kodex* ZIP 2011, p. 1173 ; Ch. GEHLING, *Diskussionsbericht zu 'Deutscher Corporate Governance Kodex – Eine kritische Bestandsaufnahme'*, ZIP 2011, p. 1181.

⁷⁵ V. not. Th. KREMER, *«Der Deutsche Corporate Governance Kodex auf dem Prüfstand: bewährte Selbst- oder freiwillige Überregulierung*, ZIP 2011, n° 25-26, p. 1177.

Annexe 2

Le UK Corporate Governance code

Véronique Magnier
Professeur à l'Université Paris-Sud

I. Origines du UK Corporate Governance code

La première version du Code de gouvernance britannique remonte à 1992. Elle se voulait une réponse juridique à trois faillites spectaculaires, celles du groupe de presse Maxwell, de la Banque du crédit commercial international (BCCI) et d'une entreprise de textile très populaire en Angleterre, Polly Peck. La faillite coup sur coup de ces trois grands groupes cotés sur le marché de Londres déclencha en effet une prise de conscience : au-delà de malversations propres à leurs dirigeants, l'information donnée au marché n'avait été ni assez efficace ni assez contrôlée pour anticiper ces faillites. Ainsi, Polly Peck affichait bien l'année précédant sa faillite un chiffre d'affaires très important. C'était ainsi tout le système de gouvernance des sociétés intervenant sur le marché londonien qui semblait devoir être remis en cause.

Un groupe de travail se réunit sous la présidence de Sir Adrian Cadbury à l'instigation et avec le concours de trois parties prenantes : un régulateur indépendant (le *Financial Reporting Council*), la bourse de Londres (le *London Stock Exchange*) et la profession des commissaires aux comptes. Sa mission était double : vérifier le système de gouvernance des sociétés cotées à Londres et publier des recommandations en vue d'améliorer celui-ci. Le rapport Cadbury fut publié à la fin de l'année 1992, après qu'une procédure de consultation publique eu permis de dégager un consensus de place. Les recommandations s'appuyaient surtout sur des expériences pratiques réussies et étaient enrichies d'un regard de droit comparé sur le droit américain. Ces recommandations constituèrent un premier code de bonne gouvernance anglais. Il fut décidé qu'elles seraient applicables à toutes les sociétés cotées sur la bourse londonienne qui publieraient leur compte à compter du 30 juin 1993.

Plusieurs versions ont permis d'amender progressivement le rapport Cadbury sans jamais qu'il soit utile de procéder à une refonte de ce rapport. Se succédèrent les rapports Greenbury en 1995, Rutteman en 1994, Hampel en 1998, qui furent compilés dans ce qui devint à la même date le *Combined code of corporate governance*. En 2003, deux rapports distincts furent publiés sous la direction de Derek Higgs et Robert Smith visant à renforcer le *Combined code* sur deux points particuliers : l'indépendance des administrateurs et les comités d'audit. Ces évolutions faisaient suite aux scandales Enron, WorldCom et Tyco aux Etats-Unis. De nouveaux critères, plus stricts, furent proposés pour la composition du conseil d'administration et l'évaluation de l'indépendance des administrateurs afin de laisser moins de discrétion aux dirigeants d'entreprises. Mais alors qu'avec la loi Sarbanes-Oxley, le droit américain optait pour des dispositions prescriptives assorties de lourdes sanctions, le rapport Higgs préconisa de poursuivre selon la méthode douce du *comply or explain*, tout en étoffant largement les dispositions du code. Cette évolution fut toutefois perçue comme l'édiction de recommandations plus contraignantes.

Par la suite, le code fut amendé, sans subir de grands changements. En 2010, il prit le titre de « *UK Corporate Governance Code* ». La version la plus récente du code date de 2012⁷⁶. A chaque fois, la révision du code est précédée d'une consultation large de la place financière de Londres.

II. Comparaison avec le code français

Sur la forme, il est intéressant de noter le processus d'intégration progressive de recommandations issues de divers rapports, proche de celui qu'a connu la France avec les Principes de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF qui furent le fruit de la compilation des deux rapports Vienot (1995 et 1998) et du rapport Bouton (2003) puis prirent le nom de code à partir de 2010. Le parallélisme des dates coïncide également, preuve que les scandales économiques et financiers de cette période ont fait réagir les places financières dans un sens analogue.

Le parallélisme avec la France ne doit cependant pas faire illusion. Comparaison n'est pas raison. A la différence de ce qui s'est passé pour le Code AFEP/MEDEF, les auteurs du *UK code of corporate governance* ne sont pas les seules organisations représentatives des entreprises mais ont permis de réunir autour de la table l'ensemble des parties prenantes de la finance : entreprises, investisseurs,

⁷⁶ Elle est accessible à l'adresse suivante : <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.pdf>

régulateur boursier, Banque d'Angleterre, tout cela sous l'égide du *Financial Reporting Council*, régulateur indépendant chargé en Grande-Bretagne de promouvoir des règles de gouvernance et de transparence de qualité en faveur de l'investissement et dont le champ de compétence est extrêmement large en matière financière. Sur le fond, également, les codes diffèrent.

III. Définition de la gouvernance dans le *UK code*

Dès 1992, la version du code issue du rapport Cadbury donnait une définition relativement précise de la gouvernance d'entreprise, définition qui sert aujourd'hui de référence en Europe mais que l'on ne retrouve pas dans le code français. Elle contient des éléments essentiels.

La notion y est définie de la manière suivante : « la gouvernance d'entreprise est le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées. Le Conseil d'administration est responsable de la gouvernance de leur société. Le rôle des actionnaires dans la gouvernance est de désigner les administrateurs et les commissaires aux comptes et de chercher à ce qu'une bonne structure de gouvernance soit mise en place. Parmi les responsabilités du conseil d'administration se trouvent celle de fixer les objectifs stratégiques de la société, de surveiller la direction des affaires et de rendre compte aux actionnaires de leurs tâches accomplies. Les actions du conseil s'exercent sous le contrôle de la loi et des actionnaires »⁷⁷. Déjà, l'accent était mis sur le rôle et la responsabilité du Conseil d'administration, sa mission étant de fixer la stratégie de l'entreprise pour le long-terme, par opposition à une direction attachée à la faire fonctionner au jour le jour. Le code AFEP-MEDEF ne définit pas la gouvernance.

4. Structure et contenu du code.

Les règles de la *Financial conduct Authority (FCA)*, l'équivalent de l'AMF en France) imposent à toute société cotée sur le marché de Londres d'appliquer le code, qu'elle ait son siège en Grande-Bretagne ou non. Cette application opère sur la base du *comply or explain* (v. infra). Il est permis aux sociétés de taille moyenne ou récemment introduites en bourse de ne pas s'y référer totalement si certains principes ne leur paraissent pas adaptés, qu'ils soient soit trop exigeants ou soit peu pertinents au regard de leur situation particulière. Quels sont ces principes ?

⁷⁷ *Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders' role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company's strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board's actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general ».*

La structure du code anglais est relativement élaborée, reposant sur un système à plusieurs niveaux. La forme se met ici avantagement au service du fond et présente certainement des qualités pédagogiques.

La préface. Le code s'ouvre sur une préface. Elle est conçue très différemment du préambule du code AFEP/MEDEF. Quantitativement, elle est rédigée en plusieurs pages là où le préambule du code français n'en contient qu'une. Sur le fond, elle fut pour les rédacteurs du code l'occasion de rappeler certaines informations précieuses sur la manière dont celui-ci a été conçu en Grande-Bretagne.

S'y trouve ainsi précisée la philosophie originale qui inspire la méthode du *comply or explain*, règle qui figure plus loin dans le document. Est ainsi soulignée :

- l'importance de l'« *explain* » par rapport au « *comply* » : à cet égard, est évoquée la nécessaire finitude du code qui se limite à poser des principes en termes généraux et, corrélativement, la grande marge de manœuvre laissée au conseil d'administration pour décider de ses propres actions en matière de gouvernance (v. infra).
- l'importance de faire prévaloir l'esprit des principes contenus dans le code sur une conformité formelle. Est ici soulignée la lourde tâche qui incombe au conseil d'administration, en lien avec le DG, de mener une réflexion en profondeur et continue sur sa propre gouvernance (v. infra).
- l'importance pour le DG de soigner son rapport. Le but est d'inciter les actionnaires à mieux prendre en considération les cas de non-conformité ainsi que les explications qui viennent en soutien et à ne pas se satisfaire d'une apparence de conformité.
- la responsabilité pesant sur les dirigeants et les actionnaires dans la mise en œuvre et le succès du *comply or explain*. Il leur appartient d'en assurer l'efficacité et d'éviter la mise en place d'un système de gouvernance fondé sur des règles de droit contraignantes.

La manière d'utiliser ce code le plus efficacement possible est donc une préoccupation majeure. Et la définition même du code livrée dans la préface le confirme : un « guide de bonnes pratiques » fondé sur cinq principes fondamentaux : responsabilité (« *accountability* »), transparence (« *transparency* »), probité (« *probity* ») et priorité donnée au succès durable de l'entreprise sur le long terme (« *focus on the sustainable success of an entity over the longer term* »).

Suivent des chapitres (« sections ») divisés en sous-chapitres.

Les chapitres et leurs subdivisions

Les 5 chapitres qui composent le code sont respectivement consacrés à la Direction, l'Efficacité du conseil d'administration, sa Responsabilité, la Rémunération des dirigeants et les Relations avec les actionnaires.

Chaque chapitre est divisé en sous-chapitres. Il existe autant de sous-chapitres que de principe général à respecter (*main principle*). Ainsi, le premier chapitre ayant pour thème la Direction contient quatre principes, chacun étant consacré à un sujet particulier se rapportant à la dirigeance : 1) le rôle du Conseil d'administration, 2) la répartition des responsabilités, 3) le Président du Conseil d'administration et 4) les administrateurs indépendants. L'énoncé des principes reste très général. L'un, par exemple, pose que « les sociétés doivent être dirigées par un conseil d'administration efficace, collégialement responsable du succès de la société sur le long terme ».

Ces principes composent la partie essentielle du code.

Ils sont complétés par des principes dits « secondaires » (*supporting principles*) qui servent surtout à indiquer les objectifs que le conseil d'administration devrait (*should*) s'attacher à poursuivre pour permettre de se conformer aux principes généraux.

Suivent les recommandations du code en tant que telles. Quantitativement, elles sont limitées : une voire deux, rarement plus de trois recommandations venant décliner un principe général. Sur le contenu, elles portent sur des éléments de gouvernance concrets (les réunions du CA, leur ordre du jour, la présence et la compétence des administrateurs...) mais restent évasives, l'emploi d'adjectifs comme « suffisamment », associés à d'autres non moins vagues - « nombreux », « efficaces » - reposant sur l'idée qu'il s'agit là de détails de bonnes pratiques qui ne peuvent être réglés qu'au cas par cas par le conseil lui-même en fonction de la situation particulière de la société.

Il existe une forte ressemblance avec les recommandations du code AFEP/MEDF, ce qui paraît cohérent : les mêmes préoccupations sont partagées de part et d'autre de la Manche. Figurent ainsi la séparation de la fonction de Président du conseil d'administration et du DG, la mise en place de comités (comité d'audit, comité de

nomination et comité de rémunération), la désignation d'administrateurs indépendants (en l'occurrence il s'agit plutôt de personnes n'assumant pas de direction technique au sein de la société, autrement dit des « *non executive* ») disposant de fonctions de contrôle...

Mais au-delà du contenu, le code repose sur une méthode originale et innovante, le *comply or explain*.

IV. Comply or explain.

a) Un mécanisme original. La règle *comply or explain* n'existe pas dans la loi anglaise mais est énoncée par l'autorité des marchés. Les règles sur la transparence de la *FCA* (DTR7.2.3R) imposent qu'un émetteur inclue dans son rapport de gestion un état sur la gouvernance d'entreprise en référence au *UK code*. Il doit indiquer à quelle partie du code de gouvernance il se réfère et expliquer les « parties » du code dont il s'affranchit, ainsi que les raisons pour lesquelles il les écarte. S'il décide de n'appliquer aucune disposition (provision) du code, il doit également en préciser les raisons. Et le *FCA* précise qu'une société cotée doit établir comment elle applique les principes généraux du code. Si elle décide de n'appliquer aucune disposition du code, elle doit en expliquer les raisons, « de manière à permettre aux actionnaires d'apprécier comment ces principes ont été appliqués ».

Historiquement, la règle *comply or explain* a précédé le code et non l'inverse, contrairement à ce qui s'est passé en France. Cet ordre des choses est significatif. Dès 1992, le rapport Cadbury exposait la philosophie juridique originale et innovante qui la sous-tend, dictée par une politique juridique libérale.

L'origine du code, on le rappelle, procède de faillites spectaculaires de trois fleurons de l'industrie et de la finance britannique. Le choix d'un code de bonnes pratiques de gouvernance fut déterminant : plutôt que d'adopter un code au sens où on l'entend communément en droit, à savoir un dispositif de règles contraignantes, il fut choisi d'offrir aux entreprises une démarche volontaire sous réserve qu'elles adoptent, en quelque sorte, un comportement « responsable ».

Il fallait éviter la contrainte dont les effets apparaissaient doublement indésirables. En premier lieu, le législateur devant adopter une démarche réaliste, il ne peut fixer d'exigences trop élevées. Il se satisfait donc de règles « standards », acceptables

pour tous, qui se situent trop souvent en-deçà de celles qu'il serait nécessaire d'adopter pour avoir une bonne pratique de gouvernance. En second lieu, la règle contraint les entreprises à appliquer sa lettre, sans qu'elles en respectent nécessairement l'« esprit »⁷⁸. A l'inverse, les rédacteurs du code de bonnes pratiques avaient pour ambition de fixer des principes particulièrement exigeants, dont les entreprises pouvaient s'écarter du moment qu'elles expliquaient pourquoi et qu'elles respectaient l'esprit de la démarche, à savoir adopter de bonnes pratiques de gouvernance.

D'où l'idée clé selon laquelle « *one does not fit all* » en matière de gouvernance. Chaque société doit trouver sa structure optimale de gouvernance, celle qui sera la mieux adaptée à sa situation propre par rapport au contexte dans lequel elle se trouve.

Un autre point mérite d'être souligné, le *comply or explain* a pour destinataire les actionnaires, qui doivent grâce à cette méthode mieux apprécier les pratiques de gouvernance des sociétés dans lesquelles ils investissent ou souhaitent investir. Le rôle ici donné aux actionnaires suppose un certain dynamisme de leur part.

Il n'est pas certain que cette philosophie originelle ait pu être conservée quand elle a été mise en œuvre, ni qu'elle ait été bien perçue des autres Etats membres lorsque l'Union européenne les contraint à appliquer cette même méthode de gouvernance.

b) La mise en œuvre du *comply or explain*. L'idée selon laquelle un code puisse proposer des principes qui doivent être appliqués uniquement à la lumière de circonstances propres à la société qui s'y réfère est originale. Elle est également complexe à mettre en œuvre.

D'abord, on peut douter du degré de conformité exigé : se situe-t-il au stade des principes généraux ou des recommandations ? D'après les règles FCA, la conformité joue assurément au stade des principes généraux du code et le *comply or explain* s'applique donc à ces principes. Les recommandations déclinant et précisant ces principes, on peut aussi se poser la question de leur portée. Pourquoi la règle *comply or explain* ne jouerait-elle pas au stade des recommandations ? Les règles FCA font allusion aux dispositions du code (« *provisions* ») sans nécessairement en exclure les recommandations. La règle n'est donc pas claire.

⁷⁸ Cadbury Code, par. 1.10 : « *statutory measures would impose a minimum standard and there would be a greater risk of boards complying with the letter, rather than the spirit, of their requirements* ».

Cette démarche originale appelle ensuite un certain effort de la part des sociétés. Un premier effort d'identification et d'adaptation : identifier celles des recommandations dont elles vont s'écarter et adapter celles-ci à leur situation propre. Un effort de pédagogie ensuite : expliquer aux actionnaires, dans le rapport annuel, quelles recommandations elles appliquent et les raisons pour lesquelles elles se sont écartées d'autres. Identification, adaptation, explication, tels sont les trois vrais obstacles à la mise en œuvre de la règle *comply or explain* du côté des émetteurs.

Dernier obstacle, côté investisseurs, le rôle joué par les actionnaires dans cette démarche qui en fait ses destinataires principaux. Leur rôle est souvent passif, là où ils devraient avoir une attitude plus active.

Au regard de ces difficultés, la pratique du *comply or explain* se démarqua très vite de sa philosophie originelle. Dès le rapport Hampel, il fut souligné que les actionnaires ne prenaient en compte que la partie « *comply* » et les réponses simples des sociétés (oui/non) sans s'intéresser aux explications plus substantielles communiquées par les sociétés sur la particularité de leur situation quand elles ne se conformaient pas complètement aux dispositions du code. Se déclarer « non conforme » fut interprété comme un signal de mauvaises pratiques de gouvernance. Parallèlement, on s'aperçut vite que la qualité des explications était très déficitaire⁷⁹. Soit elles relevaient de la tautologie, soit elles étaient inexistantes.

Pour surmonter ces obstacles, les sociétés en vinrent à préférer dire qu'elles étaient « *compliant* ». Un certain « conformisme » s'installa dans la pratique du *comply or explain*, où le *comply* l'emporta largement sur l'*explain*. C'est ce que révèle une étude publiée par le cabinet Grant Thornton en 2012. 50% des sociétés du FTSE350 indiquaient être totalement conformes au code de gouvernement d'entreprise. Deux-tiers de celles qui ne l'appliquaient pas en totalité donnaient des explications sensées ayant un degré de détail satisfaisant, tandis que le dernier tiers expliquait leur choix sans trop donner de détail. Dans la majorité des cas, les dispositions écartées étaient souvent les mêmes, ce qui fait qu'en réalité 96% des sociétés du FTSE350 se conformaient à un nombre élevé de dispositions du code. Ce score est plutôt élevé. Il est cependant en contradiction avec la philosophie originelle de la règle qui visait, à l'inverse, que les sociétés ne soient pas conformes au code. En définitive, le *comply* l'a emporté sur l'*explain*, alors que l'objectif voulu par la règle était inverse.

⁷⁹ S. ARCOT & V. Bruno, In letter but not in spirit : An analysis of Corporate Governance in the UK, working paper, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=819784>

VI. Les perspectives

Si l'on souhaite revenir à une application de la règle telle que voulue par ses concepteurs, il faut fournir un effort sur la qualité de l'information donnée par les entreprises. Afin de surmonter l'approche du « *box ticking* », le rapport Hampel a préconisé de renforcer la transparence de manière que les actionnaires soient mieux informés quand ils évaluaient les pratiques de gouvernance d'une société, y compris en cas d'écart par rapport au code. En particulier, le rapport recommanda que les sociétés incluent dans leur rapport annuel un « discours narratif » de la manière dont les principes du code étaient aménagés en considération de leur situation particulière.

En 2012, le FRC jugea opportun de réunir émetteurs et investisseurs sur la manière d'améliorer l'information et la transparence en matière de gouvernance et d'éviter l'approche du « *box-ticking* ». Un travail de définition de ce qui constitue une « explication » au sens du *comply or explain* fut accompli. Il fut souligné que les explications devaient être claires et rédigées avec soin (« *should be explained clearly and carefully to shareholders* »), l'objectif étant de faciliter le dialogue entre émetteurs et actionnaires.

En dépit de ces difficultés, la place de Londres continue de défendre la position qui a toujours été la sienne en matière de gouvernance de sociétés cotées, améliorer le régime souple du *comply or explain*.

29 septembre 2013

Personnes rencontrées pour la rédaction de ce rapport :

- Aude Ab-Der-Halden, Ministère de la Justice
- Philippe Bougon, Schneider Electric
- François-Régis Benois, AMF
- Francine Bobet, CNCC
- Valentine Bonnet, AFG
- Odile de Brosses, AFEP
- Christiane Butte, BPCE
- Delphine Charrier-Blestel, AMF
- Gilles de Courcel, Ricol Lasteyrie et associés
- Jean-François Dubos, Vivendi
- Jérôme Duval Hamel, Université de Paris II et ESCP-EPA
- Eric Forest, Enternext
- Michael Herskovich, BNP Paribas Asset Management
- François Houssin, Nyse Euronext
- Henri Lachmann, Schneider Electric
- Daniel Lebègue, Institut français des administrateurs
- Marc Lefevre, Nyse Euronext
- Pierre-Henri Leroy, Proxinvest
- Dominique Mangenet, Calyon
- Francis Mer, ancien Ministre
- Charles Paris de Bollardièrre, Total
- Muriel Penicaud, Danone
- Vincent Perrotin, Direction générale du Trésor
- Charles Sarrazin, Direction générale du Trésor
- Christian Schricke, ANSA
- Joëlle Simon, MEDEF
- Ségolène Simonin –Du Boullay, AMF
- François Soulmagnon, AFEP
- Isabelle Trémeau, MEDEF
- Jean Paul Valuet, ANSA
- Caroline Weber, MiddleNext