



Observations de la Fondation pour le droit continental sur la proposition de directive sur les droits des actionnaires

Pascal Durand Barthez, Avocat au barreau de Paris

Katrin Deckert, Maître de conférences, Université Paris Ouest

Michel Germain, Professeur à l'Université Panthéon Assas

Véronique Magnier, Professeur à l'Université Paris Sud

Marie-Aude Noury, Avocate au barreau de Paris

Version française- février 2015

Table des matières

I Le say on pay	1
A- Difficultés liées à l'organisation juridique de la gouvernance dans la société anonyme française : la compétence de principe du conseil d'administration	2
B- Incompatibilité de la proposition avec les catégories juridiques du droit continental	4
II Les transactions entre parties liées	4
A- Le contenu de la proposition	5
B- Les droits français et allemand	6
C- La mise en œuvre discutable de nouvelles règles	7
D- Une solution imaginable	7
III L'engagement des actionnaires	8
A- La diversité des structures d'actionnariat.....	8
B- Le droit français	9
C- Une solution envisageable	10

Dans la suite d'un premier rapport général sur la gouvernance des sociétés cotées, adressé à la Commission européenne en septembre 2013, la Fondation pour le droit continental a souhaité présenter quelques observations sur la proposition de directive du Parlement et du Conseil sur les droits des actionnaires du 9 avril 2014, qui modifie la directive 2007/36/CE et la directive 2013/34/UE . Ce texte est très riche et propose des évolutions fortes en plusieurs domaines. La Fondation a sélectionné trois thèmes qui lui ont semblé particulièrement sensibles en ce moment : le *say on pay*, les transactions entre parties liées et l'engagement des actionnaires

I- Le say on pay

Les articles 9bis et 9ter que la proposition envisage d'ajouter au texte de la Directive ont pour objet de renforcer le droit de regard des actionnaires en généralisant le *say on pay*, sous forme de l'approbation

- par un vote contraignant, d'une présentation « conviviale » (sic) de la politique de rémunération des administrateurs, au moins tous les trois ans, comportant les montants maximaux, la proportion des composantes fixe et variable, le ratio de rémunération moyenne des administrateurs et des salariés, les critères de la rémunération variable au regard des intérêts et de la viabilité à long terme de l'entreprise, et les « clauses des contrats » des administrateurs ;
- d'un rapport annuel sur l'application de cette politique, comportant notamment l'application éventuelle d'un *claw-back* sur les rémunérations variables et une information sur le processus de fixation de la rémunération et le rôle du comité des rémunérations.

Cette proposition, qui reproduit peu ou prou la nouvelle réglementation britannique (mais qui serait applicable à toutes les sociétés cotées, et non seulement aux plus importantes), repose sur des notions propres à celle-ci et non directement transposables en France ou dans d'autres pays de droit continental.

On s'efforcera de montrer comment ce nouveau texte est en décalage avec des législations existantes, faute de s'élever à un niveau de généralité suffisante permettant de respecter la structure profonde de certains droits. Ceci se voit, en France, tant dans l'organisation de la gouvernance que dans l'inadaptation des concepts employés par la proposition de directive.

A. Difficultés liées à l'organisation juridique de la gouvernance dans la société anonyme française : la compétence de principe du conseil d'administration

La compétence exclusive du conseil d'administration en matière de rémunération est le principe, même si ce principe a reçu depuis quelques années deux importantes exceptions.

1. Le principe

Le texte des articles 9bis et 9ter de la proposition de directive évoquent les seuls administrateurs. Or en France la pratique et la réglementation distinguent profondément les administrateurs des organes exécutifs : les administrateurs peuvent atteindre jusqu' à 18 membres tandis que les organes exécutifs sont en nombre limité (Président, Directeur général et Directeur général délégué pour les sociétés anonymes classiques ou membres du directoire pour les sociétés ayant choisi la structure duale).

La rémunération des administrateurs n'a jamais été un sujet de discussion ou de débat¹.

Ce qui fait l'objet de l'attention des observateurs de la vie économique et du grand public est la seule rémunération des organes exécutifs (Président, Directeur général et Directeur général délégué ou membres du directoire). Elle est fixée par le conseil d'administration ou de surveillance. Il ne s'agit pas d'une convention réglementée, ni d'ailleurs d'une convention : la jurisprudence a toujours considéré qu'il s'agissait d'un acte unilatéral du conseil d'administration, seul compétent pour prendre cette décision. Selon une jurisprudence française constante et rigoureuse, aucun organe ne peut empiéter sur les compétences des autres organes : en conséquence l'assemblée générale ne peut prendre de décision relevant du conseil d'administration et décider de la rémunération des organes exécutifs.

2. Les exceptions

En 2005 et en 2013, deux exceptions (rémunérations post-mandat et *say on pay* à la française) ont été apportées à ce principe de compétence du conseil d'administration.

Depuis 2005, certaines formes de rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées sont soumises à la procédure des conventions réglementées ; il s'agit des rémunérations perçues lors de la cessation du mandat social ou après celle-ci, c'est-à-dire les indemnités de départ et les engagements de retraite supplémentaire à la charge de la société. Cette procédure comporte trois étapes : approbation préalable par le conseil, établissement d'un rapport spécial des commissaires aux comptes et ratification par l'assemblée générale ordinaire. Cette exception au principe de la compétence exclusive du conseil peut s'expliquer, du point de vue des principes juridiques, parce que ces formes de rémunération instaurées par la pratique n'ont pas été prévues par la loi et sont alors assimilées à des conventions.

¹ Cette rémunération (jetons de présence) est fixée par l'assemblée. Cette rémunération ne pose généralement pas de problème, d'autant plus qu'en droit français il ne peut s'agir que d'une rémunération fixe en numéraire et que les montants versés sont relativement modestes par rapport aux moyennes européennes.

Par ailleurs, depuis 2013, une forme de « *say on pay* » a été mise en place dans le cadre du Code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. Une résolution doit être soumise annuellement à l'assemblée générale, portant sur l'ensemble des rémunérations dues ou attribuées à chaque dirigeant mandataire social au cours de l'exercice clos. Il s'agit d'une résolution consultative, sa sanction prévue par le Code AFEP-MEDEF étant qu'en cas de rejet le conseil doit se prononcer rapidement sur les conséquences qu'il en tire, et publier sa décision. Cette obligation s'applique aux sociétés ayant choisi de se référer au Code AFEP-MEDEF en application de la loi de 2008 qui, conformément à la réglementation européenne, impose aux sociétés cotées de faire référence à un code de gouvernement d'entreprise et d'expliquer en quoi elles y dérogent éventuellement. C'est donc une obligation de *soft law*, les entreprises étant libres de ne pas s'y conformer à condition d'expliquer pourquoi (l'expérience de la première année d'application a montré qu'elles s'y conforment sauf très rares exceptions). Elle ne concerne que les sociétés ayant choisi de se référer au Code AFEP-MEDEF, c'est-à-dire les plus grandes capitalisations qui en pratique sont celles où les rémunérations sont réellement élevées. Le gouvernement a renoncé à légiférer sur ce sujet, notamment parce qu'imposer une telle règle eût été contraire aux principes évoqués ci-dessus. Introduire une nouvelle norme alors que le régime récemment introduit connaît des débuts prometteurs ne ferait qu'accentuer l'insécurité juridique dont souffrent les entreprises dans un contexte économique difficile.

3. Un principe à conserver

La fixation *ex ante* de cette rémunération des dirigeants exécutifs, que les législateurs français et allemand ont renoncé à mettre en place, poserait des problèmes pratiques considérables. Il arrive en effet qu'il faille procéder dans l'urgence au remplacement d'un dirigeant exécutif, et le choix d'un successeur est une décision critique pour la société, qui ne peut s'accommoder d'une incertitude sur les conditions de sa rétribution. Le décès accidentel du président d'une des plus grandes sociétés françaises, largement commenté dans la presse, a encore montré récemment combien il était nécessaire de réagir très vite dans une telle situation. La reproduction à l'identique, même de façon provisoire, du mode de rémunération adopté souvent de longues années avant pour le prédécesseur n'est pas toujours adaptée, que le candidat retenu provienne de l'extérieur ou qu'il s'agisse d'une promotion interne. La réunion d'une assemblée générale dans une grande société cotée est une procédure lourde, longue et coûteuse alors qu'un conseil d'administration ou de surveillance peut réagir très rapidement.

Le conseil est donc l'organe le mieux indiqué pour porter la responsabilité de la rémunération des dirigeants exécutifs. La crainte de voir les conseils faire preuve de partialité ou de complaisance dans ce domaine a pu être réelle dans les pays d'Europe continentale quoique leur composition comprenne beaucoup moins de membres exécutifs que dans les sociétés anglo-américaines. Mais les nombreuses réformes intervenues ces dernières années, dont l'introduction du *say on pay* consultatif, ont sérieusement réduit les risques à cet égard.

B. Incompatibilité de la proposition avec les catégories juridiques du droit continental

La proposition de la Commission est incompatible avec certaines des catégories juridiques sur lesquelles repose le droit français. Elle pose donc de graves problèmes techniques dans la perspective d'une transposition dans notre pays :

- elle vise les « administrateurs » (ce qui est la traduction littérale du terme anglais « *director* ») alors qu'à l'évidence l'objectif poursuivi est d'encadrer la rémunération des organes exécutifs, catégorie tout à fait distincte en droit français ;
- elle vise entre autres les « principales clauses des contrats des administrateurs », alors qu'en droit français les administrateurs des sociétés cotées ne peuvent normalement pas être liés à la société par un contrat de travail ;
- si la référence à un contrat s'applique à un autre contrat que le contrat de travail, l'application de cette disposition au droit français est plus que problématique dans la mesure où la relation entre les organes exécutifs et la société n'est pas contractuelle.

On ajoutera que la focalisation sur les dirigeants exécutifs du contrôle des rémunérations par les actionnaires n'est pas une « exception française ». On la trouve dans d'autres droits continentaux où a été introduit le *say on pay*, à commencer par le droit allemand. La loi du 31 juillet 2009 sur le caractère approprié de la rémunération du directoire (« *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung* »), entrée en vigueur le 5 août 2009, porte comme son nom l'indique sur les membres du directoire et non sur les membres du conseil de surveillance. Le projet de loi adopté par le Bundestag en juin 2013, et abandonné depuis, qui prévoyait le passage d'un régime de vote consultatif de l'assemblée à un mode de vote contraignant, ne portait encore que sur la rémunération du directoire. La fixation de celle-ci reste la prérogative du conseil de surveillance.

II. Les transactions entre parties liées

L'idée essentielle de la proposition de nouvelle directive en ce domaine est de distinguer selon l'importance de l'objet de la convention (art. 9 quater).

Au-dessus d'un montant de 1% des actifs, un rapport doit être rédigé par un tiers indépendant évaluant si la transaction se fait aux conditions du marché et est équitable et raisonnable. La transaction et le rapport sont publiés.

Au-dessus d'un montant de 5% des actifs, la transaction doit être approuvée par l'assemblée générale avant la conclusion du contrat. Il en va de même si la transaction a un impact significatif sur les bénéfices ou le chiffre d'affaires.

D'autres mesures intéressantes accompagnent cette dernière disposition, comme celle qui permet de conclure une convention, sous condition de l'approbation par l'assemblée générale.

Cette proposition appelle plusieurs remarques :

A. Le contenu de la proposition

Il convient déjà de noter que le concept des parties liées trouve son origine dans une norme comptable internationale. Cette règle a été créée pour donner une information et plus précisément « pour attirer l'attention sur la possibilité que la situation financière et le résultat net puissent avoir été affectées »² par des transactions entre parties liées.

Il va de soi que l'usage qui en est ici fait est fort éloigné de sa fonction première. Et l'on peut se demander si le passage d'une règle d'information à une règle devant permettre de sanctionner le conflit d'intérêts peut se faire aussi facilement que l'article 9 quater de la proposition de directive paraît l'admettre. Deux aspects méritent d'être signalés :

1. Les problèmes posés par les seuils

Il convient d'abord de prendre conscience du champ d'application très vaste des transactions entre parties liées, pour la raison que les parties liées, telles qu'elles sont définies par la norme comptable IAS 24, englobent un très grand nombre de personnes morales ou physiques en relation avec la société contractante. Devant l'impossibilité d'étendre l'information à l'ensemble des transactions de toutes les parties liées, la réglementation comptable fixait un seuil, qui était celui d'une « importance significative ». On avait pu contester ce critère qui était entre les mains de la société contractante. L'encadrement juridique du conflit d'intérêts implique au contraire des règles plus précises : c'est ce que prévoit l'article 9 quater qui ne s'attache qu'aux transactions au-dessus des seuils de 1% et de 5% du montant des actifs.

Or ce montant est considérable pour une société importante et en particulier pour une société cotée. Un exemple donné par le Professeur Schmidt, à propos du seuil de 1% de actifs, est très éloquent. « Sachant que les actifs consolidés de Total s'élèvent à 147000000000 € en 2012, la société mère de ce groupe pourrait sans être astreinte à les publier passer un nombre non limité de transactions dès lors que le montant unitaire de chaque transaction n'excède pas 1470000000 € »³. On voit par cet exemple un peu extrême que l'extension du champ d'application à une foule de parties liées possibles interdit la prise en considération d'opérations à visée personnelle. Or ce sont ces opérations qui sont les plus redoutables. Si les conventions visées sont des opérations financières de grande taille, comme des apports, des fusions ou des apports partiels d'actif, on peut se demander si ces opérations sociétaires de grande taille ne devraient pas plutôt être soumises à leur réglementation propre, quitte à ce que celle-ci prenne en compte au passage le conflit d'intérêts si ce n'est déjà fait dans la loi qui les encadre.

2. Le recours inapproprié à un expert

L'observateur peut ensuite s'interroger sur la modalité spécifique de surveillance prévue pour les transactions dot le montant dépasse 1% des actifs : la publicité de la transaction est accompagnée « d'un rapport rédigé par un tiers indépendant évaluant si la transaction est effectuée aux conditions du marché et confirmant qu'elle est équitable et raisonnable du point de vue des actionnaires... » (art. 9 quater-1). La question qui se pose est alors de savoir si ce recours à

² Norme IAS 24

³ Rev. soc. 2013, p. 403.

l'expert – ce « tiers indépendant » selon la proposition de directive- est tout à fait pertinent. Autant il paraît légitime de faire appel à une expertise pour évaluer le prix d'une opération, autant on peut avoir des doutes sur son bien-fondé pour juger de l'opportunité d'une décision de la société. L'expert est assurément compétent pour évaluer si la transaction est effectuée aux conditions du marché. Mais au-delà ? Ne sort-il pas de son rôle ? Il est vrai que le texte de la proposition n'évoque que l'équité et le raisonnable. Mais l'on sait aussi que le raisonnable – qui est une manière de se référer autrement à un « bon père de famille » - oblige à porter un jugement d'opportunité.

L'expérience du droit français confirme ce doute : en effet, en présence des conventions réglementées, le commissaire aux comptes ne doit s'exprimer que sur l'équilibre de la transaction pour ne pas « s'immiscer » dans la gestion de la société ; c'est l'assemblée générale qui seule a compétence pour se prononcer sur l'opportunité de la transaction.

On peut craindre que le système européen ici proposé néglige cette limite naturelle des pouvoirs d'un expert : ce jugement d'opportunité ne peut pas être porté par un expert. Un tel jugement ne peut relever que d'un organe de la société.

B. Les droits français et allemand

Ces deux droits sont intéressants en ce qu'ils offrent des exemples anciens de réglementation qui fonctionnent de manière relativement satisfaisante.

1. Le droit allemand

Il existe au moins deux mécanismes susceptibles d'appréhender les conflits d'intérêts dans les transactions.

En ce qui concerne les transactions entre les membres du directoire et leur société, le § 112 de l'Aktiengesetz dispose que la société est représentée dans de tels cas par le conseil de surveillance qui passe le contrat à la place du directoire.

En ce qui concerne les transactions avec une société qui la contrôle, les §§ 291 et suivants de l'Aktiengesetz prévoient des dispositions spécifiques du droit des groupes.

Sans pouvoir entrer dans un grand luxe de détails, il est intéressant de noter un point commun entre ces deux dispositifs : c'est le fait que normalement la convention en cause est autorisée ou passée avec l'accord exprès des organes de surveillance de la société dans le premier cas ou dans le second cas avec l'accord express des organes dirigeants sous le contrôle des commissaires aux comptes.

2. Le droit français

La procédure des conventions réglementées est ancienne ; elle consiste en une autorisation a priori de la convention par le conseil d'administration et une approbation a posteriori de la convention par l'assemblée générale. La convention est nulle, si le conseil d'administration n'a pas été saisi et si la convention est dommageable pour la société. Si l'assemblée générale ne ratifie pas la convention après un rapport du commissaire aux comptes, la responsabilité des

dirigeants concernés est engagée. Ce système a l'avantage de permettre dans tous les cas la continuation de la convention, si la convention n'a pas causé de dommage à la société.

3. La comparaison

La comparaison des deux systèmes conduit à l'idée qu'un système de contrôle rigide et a priori est protecteur des intérêts des actionnaires de la société contractante. Il n'existe nul seuil de déclenchement prévu par la loi. Toutes les conventions sont concernées. Certes le champ des personnes physiques et morales concernées est plus limité que le champ des parties liées selon la norme IAS 24. Mais dans ce cercle les actionnaires sont relativement protégés.

C. La mise en œuvre discutable de nouvelles règles

L'idée sous-jacente, mais non exprimée, de la proposition de directive est sans doute que la responsabilité des dirigeants doit venir naturellement compléter le dispositif mis en place, tout particulièrement quand la convention dépasse 1% des actifs de la société. Un rapport de l'OCDE de l'année 2012 sur cette question met d'ailleurs l'accent sur l'intérêt de cette judiciarisation du système de contrôle des conventions⁴. Au regard de cette vue le système français qui met en œuvre un système de protection a priori est jugé inadapté. On a bien l'impression qu'une même conception d'inspiration anglo-américaine inspire la proposition de directive comme le rapport de l'OCDE. Or, si le système français n'est pas parfait et laisse échapper dans ses mailles certains cas – l'ordonnance du 31 juillet 2014 a d'ailleurs cherché à resserrer certaines mailles du filet –, il a tout de même l'avantage de permettre un contrôle a priori qui permet d'échapper assez souvent à la nécessité de faire appel à un contentieux : celui-ci est dans les faits assez faible en la matière, alors que la procédure des conventions règlementées française est très souvent mise en œuvre. Il semble qu'il en soit de même en droit allemand.

D. Une solution imaginable

La proposition de directive évoque la mise œuvre de garde-fous pour protéger les intérêts des actionnaires (considérant 19). Ce faisant la directive raisonne comme si cette protection était à inventer à partir d'une table rase. Or il existe des expériences dans certains Etats qui ne sont pas dépourvues d'intérêt. Ne serait-il pas préférable de poser des règles de base qui puissent servir à tous plutôt que d'imposer un système qui repose essentiellement, du moins pour des conventions d'un montant supérieur à 1%, sur la propension des acteurs à agir en justice ? C'est en effet seulement au-dessus de 5% qu'un accord de l'assemblée générale s'impose.

La proposition de directive pourrait imposer que toute convention mettant en cause dirigeants ou actionnaires importants de façon directe ou indirecte doive être autorisée par le conseil et/ou par l'assemblée générale, le dirigeant ou l'actionnaire concerné ne pouvant pas participer au vote.

⁴ P.H. Conac, Rev. soc. 2012, p. 466.

III. L'engagement des actionnaires

La proposition de directive prévoit de favoriser l'engagement concret et durable des actionnaires par l'insertion dans la directive 2007/36 de mesures visant une transparence renforcée de la stratégie des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs :

- les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs devraient élaborer une politique d'engagement des actionnaires et rendre publique, chaque année, la manière dont leur stratégie d'investissement est alignée sur leurs engagements ;
- lorsqu'ils ont recours à des gestionnaires d'actifs, les investisseurs institutionnels devraient rendre publics les principaux éléments de l'accord passé en leur nom, et les gestionnaires d'actifs communiquer la manière dont leur stratégie d'investissement se conforme à l'accord de gestion d'actifs.

Cette proposition, qui serait applicable à tous les investisseurs institutionnels, donne à penser que l'actionnariat d'aujourd'hui est beaucoup plus stable que ce qu'il était précédemment. Si cette observation est justifiée par l'entrée de fonds d'investissement d'origine anglo-américaine dans le capital d'entreprises, elle doit être relativisée, compte tenu des structures d'actionnariat et de la spécificité des règles nationales sur l'intermédiation financière.

A. La diversité des structures d'actionnariat

Les investisseurs institutionnels sont devenus des collecteurs importants de l'épargne et émetteurs de fonds sur les marchés financiers, à la suite de la déréglementation du contrôle des changes en Europe, de vagues de privatisation dans certains pays comme la France et plus généralement de la mondialisation des marchés financiers. Leurs structures sont diverses, englobant les sociétés d'assurance et d'investissement, les fonds de pension, auxquels sont venus s'ajouter les fonds alternatifs comme les *hedge funds*. Une récente étude de l'OCDE confirme que le terme générique d'investisseur institutionnel, ne renseigne pas vraiment sur les caractéristiques, la qualité ou le degré d'engagement de ces investisseurs. Derrière la notion d'« engagement », se cachent de même des réalités très diverses, au point qu'il existe des différences de stratégie au sein de catégories d'investisseurs⁵, allant d'un dialogue suivi avec les sociétés à une approche beaucoup plus « activiste ».

Dans les pays de droit continental, l'entrée d'investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés a quelque peu modifié les relations des dirigeants avec les actionnaires. Mais cette ouverture a été progressive et les structures d'actionnariat traditionnellement concentrées ont permis de préserver le dialogue avec les dirigeants. En France, les fonds d'origine anglo-américaine restent minoritaires (environ 40% de la capitalisation boursière du CAC40), alors que des investisseurs traditionnels comme les banques et les compagnies d'assurance y sont plus actifs. En outre les OPCVM ont des encours qui représentent 15 à 20% de la capitalisation

⁵ S. Celik et M. Isaksson, Institutional investors and ownership engagement, OCDE Journal: financial market trends, vol. 2013/2, 2014.

flottante du CAC40 et du SBF 250, à quoi il faut ajouter les différents véhicules de l'épargne salariale. En Allemagne, un mode de gouvernance particulier, axé sur l'intérêt des salariés, a permis d'attirer des fonds de long terme⁶. En Italie, la participation des investisseurs institutionnels reste basse (23%, contre 31% à l'échelon européen), ce qui n'a pas empêché un renforcement continu des droits des actionnaires depuis 1992⁷. Face à des structures d'actionnariat plus ou moins concentrées, les besoins des entreprises sont nécessairement différents et l'harmonisation des règles doit rester très souple.

B. Le droit français

Le droit français encadre de façon originale le comportement des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion.

1. Les limites imposées par l'intérêt social

L'intérêt social constitue un garde-fou important contre des exigences trop fortes d'actionnaires : dans l'approche française, il est en général reconnu que l'intérêt particulier des actionnaires ne se confond pas avec l'intérêt social. Dans cette ligne, le code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF confère au conseil d'administration le pouvoir d'exercer « les compétences qui lui sont dévolues par la loi pour agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise ». Cette définition suggère de prendre en compte l'ensemble des intérêts dont les entreprises sont garantes, en dépassant les comportements purement égoïstes : la valeur créée profite tant aux actionnaires qu'aux parties prenantes de l'entreprise. A la valeur actionnariale défendue par la théorie de l'agence dans les pays anglo-américains -qui se limite à la relation actionnaires-dirigeants-, se substitue l'idée de créer de la valeur à long terme dans l'intérêt de tous. Déterminer l'intérêt social est, certes, complexe et laisse au conseil d'administration une marge d'appréciation certaine dans son action. Mais cette marge est la marque d'une gouvernance qui est capable de s'adapter aux nécessités du moment et le contrôle a posteriori du juge interviendra pour trancher en dernier recours.

Le droit allemand est également attaché à défendre un intérêt social largement entendu, intégrant notamment l'intérêt des salariés dans la stratégie d'entreprise. Sa concrétisation en est la présence au conseil de surveillance d'une proportion non négligeable de représentants des salariés (d'un tiers à la moitié suivant la taille de la société), présence qui sert de contre-pouvoir à des intérêts d'actionnaires plus « court-termistes ». Dans ces droits, l'engagement des actionnaires est nécessairement mesuré à l'aune de l'intérêt social.

2. Les limites du texte

En ce qui concerne les sociétés de gestion, la proposition de directive ne dit pas si l'établissement d'une politique d'engagement englobe la politique de vote. En France, la réglementation a évolué : elle impose déjà à ces sociétés d'exercer les droits de vote attachés

⁶ M. Goyer, *Contingent capital- short-term investment and the evolution of corporate governance in France and in Germany*, Oxford University Press, 2011, spec. ch. 5, p.219 et s.

⁷ M. Belcredi et L. Enriques, *Institutional activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy*, ECGI, Law working paper, n°225/2103, March 2014.

aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent (art. L. 533-22 Code monétaire et financier), cette règle étant soumise au principe « *comply or explain* ». Ensuite le règlement général de l'AMF complète ce dispositif en imposant l'élaboration d'une politique de vote dont les sociétés de gestion doivent rendre compte annuellement (RGAMF, art. 314-100 à 102). La diffusion d'une telle politique de vote informe utilement le marché sur les formes d'engagement de l'investisseur et sa politique d'investissement. Il serait souhaitable d'introduire ce dispositif dans la directive 2007/36.

D'un autre côté, le texte paraît redondant sur la gestion des conflits d'intérêts. Les problèmes d'agence qui existent entre la société émettrice, la société de gestion et les investisseurs sont liés à l'appartenance des sociétés de gestion à des groupes financiers plus vastes, proposant des services financiers qui sont en même temps des activités supports à l'activité de gestion financière. Des situations de conflits d'intérêts ne sont pas rares au sein de ces groupes financiers. La question est donc essentielle. Cependant, la proposition de directive ne semble pas tenir compte des textes européens en cours de transposition dans les Etats membres⁸, complétés par les guidelines de l'ESMA ni ceux de l'EFAMA. Ajouter une nouvelle réglementation semble pour le moins prématuré et la prudence ajoutée au principe de subsidiarité suggérerait de ne légiférer sur ce point qu'après études d'impact de ces textes une fois transposés.

La proposition de directive semble en outre s'inspirer de certaines pratiques non transposables en France quand elle prévoit une obligation de publier les accords conclus entre investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs, les OPCVM français ne pratiquant pas de tels accords avec leurs actionnaires.

C. Une solution envisageable

Les droits continentaux s'adaptent progressivement aux problématiques posées par l'arrivée de nouveaux types d'actionnaires, sans perdre de vue l'intérêt des sociétés qu'ils régissent. Une harmonisation très souple à l'échelon européen serait adaptée, qui devrait prévoir d'ajouter la politique de vote à la liste des éléments définissant la politique d'engagement des investisseurs institutionnels.

Prévoir des règles de transparence pour tous les investisseurs conduirait néanmoins à imposer des coûts supplémentaires exigeant des ressources importantes. Le principe de proportionnalité pourrait ici servir de guide au travail des institutions européennes pour limiter ces obligations de transparence aux investisseurs qui détiennent une participation importante dans le capital d'une société. Simplement, il ne devrait pas y avoir d'exclusion quant à la catégorie des fonds. Les « *mutual funds* » exclus de la proposition de la directive devraient pouvoir être englobés dans le dispositif.

⁸ Ainsi en va-t-il de la directive 2009/165 sur les OPCMV (art. 17 à 20), de la directive AIFM pour les fonds alternatifs (art. 30-36), et comme ces sociétés offrent en général des prestations de service d'investissement, elles sont également soumises à la directive MIF2 qui a renforcé la réglementation des prestataires en matière de conflits d'intérêts.