

## **Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE**

### Réponse de l'AFEP au Livre vert

L'AFEP a pour objectif de faire valoir la position des grandes entreprises françaises auprès des Institutions communautaires, des organisations internationales et des Pouvoirs Publics français, essentiellement dans l'élaboration des réglementations à caractère horizontal (économie, fiscalité, droit des sociétés, concurrence, propriété intellectuelle et consommation, réglementation sociale, droit du travail, environnement, normes comptables et information financière, etc.).

## QUESTIONS D'ORDRE GENERAL

**(1) Les règles fixées par l'UE en matière de gouvernance d'entreprise devraient-elles tenir compte de la taille des sociétés cotées ? Comment ? Faudrait-il mettre en place un régime différencié et proportionné pour les petites et moyennes entreprises cotées ? Y aurait-il des définitions ou des seuils appropriés à retenir ? Dans l'affirmative, veuillez indiquer, le cas échéant, comment les adapter aux PME lorsque vous répondrez aux questions ci-dessous.**

Il n'apparaît pas souhaitable d'imposer aux sociétés les moins importantes des procédures dont la lourdeur excède leurs moyens et les objectifs poursuivis. Les règles fixées par l'UE en matière de gouvernement d'entreprise doivent donc tenir compte de la taille des sociétés cotées. Certaines directives ont déjà intégré cette approche. C'est le cas de la directive 46/2006 relative aux comptes annuels et consolidés qui ne prévoit l'obligation d'établir une déclaration sur le gouvernement d'entreprise que pour les sociétés cotées sur un marché réglementé. C'est également le cas de la directive 43/2006 sur le contrôle légal des comptes qui prévoit, au titre des dérogations à l'obligation d'instituer un comité d'audit, que les fonctions de ce comité puissent dans les PME (la définition est celle de la directive Prospectus) être attribuées à l'organe d'administration ou de surveillance dans son ensemble.

En France, les valeurs moyennes et petites se sont dotées d'un code (« le code Middlenext ») adapté aux spécificités de ces entreprises. Les valeurs moyennes et petites sont caractérisées par leur taille (ce sont des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros et qui figurent sur les compartiments B et C d'Euronext Paris). Elles ont des structures d'actionnariat diverses. La plupart ont un actionnariat de référence important, dépassant souvent la majorité du capital. Cet actionnariat est soit familial, soit entrepreneurial. La direction de l'entreprise est exercée le plus souvent par les représentants des actionnaires majoritaires. Comme le souligne le code dans son préambule, *« La rémunération des dirigeants ou le contrôle par des comités sont, par exemple, des sujets secondaires lorsque le dirigeant est un actionnaire important sinon l'actionnaire principal. En revanche, ces entreprises sont davantage sensibles aux problèmes que peuvent poser la solitude du dirigeant ou la protection des actionnaires minoritaires »*.

**(2) Convierait-il de prendre des mesures au niveau de l'UE en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise des sociétés non cotées ? L'UE devrait-elle se concentrer sur des mesures visant à promouvoir l'élaboration et l'application de codes volontaires pour les sociétés non cotées ?**

Il n'y a pas de raison de prendre des mesures obligatoires supplémentaires pour les sociétés non cotées. Elles sont régies par les lois nationales les concernant (en France, le code de commerce). Au-delà de la législation, il est préférable d'en rester au principe « comply or explain » dans le cas où elles choisissent de respecter un code et lorsque leurs caractéristiques justifient cette adhésion à un code.

Les principes énoncés dans les codes peuvent servir de référence aux sociétés non cotées sans qu'une action complémentaire au niveau de l'Union européenne soit nécessaire (par sociétés non cotées, ne sont bien entendu pas visées les sociétés non cotées entrant dans le périmètre de consolidation d'un groupe coté). Dans son préambule, le code AFEP-MEDEF précise que si les recommandations s'appliquent aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, « *il est souhaitable que les autres sociétés appliquent ces recommandations en tout ou partie en les adaptant à leurs spécificités* ». Le code de Middlednext prévoit une disposition similaire en invitant les sociétés dont les titres sont admis sur un système multilatéral de négociation (Alternext), ou encore les sociétés non cotées, à les adopter.

D'une manière générale, les réflexions sur le gouvernement d'entreprise doivent porter sur l'ensemble des entités d'un même secteur concurrentiel quelle que soit leur forme juridique, certaines n'étant pas organisées sous forme de sociétés par actions mais pouvant présenter néanmoins des risques, y compris parfois systémiques. Ces réflexions ne doivent pas introduire de distorsions de concurrence entre les entreprises.

\* \*

## CONSEILS D'ADMINISTRATION

### **(3) L'UE devrait-elle prendre des mesures visant à assurer une séparation claire entre la fonction et les responsabilités du président du conseil d'administration, d'une part, et celles du directeur général, d'autre part ?**

Au cours des années récentes, un certain nombre d'acteurs dont les « *proxy advisers* » ont cherché à imposer, de manière parfois dogmatique, la séparation des fonctions de président et de directeur général comme la seule organisation acceptable de la gouvernance des sociétés anonymes à conseil d'administration.

Face à cette position de principe, les adhérents de l'AFEP considèrent qu'il n'existe pas de structure de gouvernance idéale qui pourrait être dupliquée pour toutes les sociétés, sans discernement et sans prise en compte du contexte spécifique de chacune. Au contraire, les conseils d'administration ou de surveillance doivent rester pleinement décisionnaires sur cette question afin de décider de la structure de gouvernance la mieux adaptée à leur société.

Une intervention de l'UE pour assurer une séparation obligatoire des fonctions de président et de directeur général (DG) ne paraît donc pas souhaitable car elle conduirait à ne pas prendre en compte (1) les particularités pouvant exister au sein des sociétés, et (2) les différences importantes qui subsistent dans le droit des sociétés des Etats membres de l'UE. Enfin, d'autres voies peuvent être explorées avec efficacité (3) pour préserver une gouvernance équilibrée mettant en place des contre-pouvoirs à l'égard de la direction générale.

#### 1. Prendre en compte les particularités des sociétés et laisser le conseil d'administration décider au mieux des intérêts de la société

Tout d'abord, la gouvernance d'une entreprise doit tenir compte de ses particularités, notamment son secteur d'activité, la composition de son actionnariat ou encore les caractéristiques de son équipe de management (composition, maturité...).

Le fait de réunir les fonctions de président et de DG peut parfois permettre une réactivité et une efficacité accrue dans le fonctionnement de la gouvernance qui peut être tout à fait adaptée en fonction des circonstances.

D'ailleurs, il n'existe pas d'études permettant d'apporter la démonstration qu'une société fonctionnant sous le régime de la séparation des fonctions est plus performante qu'une société dans laquelle celles-ci sont unifiées.

L'étude de la pratique récente des sociétés en France montre que la dissociation des fonctions de DG et de président n'est pas forcément la plus appropriée dans un contexte français, notamment en période de crise. Au sein des sociétés à conseil d'administration du CAC 40, les PDG sont majoritaires (21 PDG contre 9 DG / Présidents dissociés à ce jour). Au sein du SBF 120, la proportion de PDG est encore plus forte. Plusieurs sociétés sont revenues à un mode d'organisation avec PDG après avoir expérimenté la formule dissociée (ex. L'Oréal en 2011, Saint-Gobain, Total, Vinci et Axa en 2010, Société Générale, Accor et Renault en 2009), preuve qu'en cas de crise la structure avec un PDG présente certains attraits, notamment en termes de réactivité et de simplification des processus de décision. A l'inverse, d'autres sociétés ont fait le choix de la séparation des fonctions de président de conseil

d'administration et de directeur général laquelle s'est révélée particulièrement efficace en raison de la position de recul qu'elle apporte au président.

Il convient donc de laisser toute latitude au conseil pour organiser son mode de fonctionnement au mieux des intérêts et des spécificités de la société. C'est d'ailleurs l'approche retenue par le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP – MEDEF (le « Code ») qui constitue le code de gouvernement d'entreprise de référence des sociétés cotées en France. Selon le Code, il appartient à chaque société concernée de se prononcer selon ses impératifs particuliers. Ce principe reprend fidèlement l'esprit du droit des sociétés français qui, depuis la loi dite « NRE » de 2001, prévoit qu'il revient au conseil d'administration de choisir entre la dissociation des fonctions de président et de DG ou l'unicité de celles-ci. C'est là une prérogative forte du conseil d'administration et les actionnaires ne pourraient valablement, par une modification des statuts, restreindre cette capacité de choix.

Bien entendu, le conseil d'administration doit exposer auprès des actionnaires les motivations et justifications de son choix.

## 2. Ne pas méconnaître les différences entre les droits nationaux des pays membres de l'Union

Le dogme de la séparation des fonctions de président et de directeur général tend à méconnaître les différences entre les droits des sociétés nationaux des Etats membres de l'Union.

En effet, les tenants de la séparation des pouvoirs prennent généralement pour hypothèse que le rôle du président « dissocié » est fondamental car il constituerait un contre-pouvoir vis-à-vis de la direction générale. Bien que symboliquement séduisante, cette hypothèse ignore largement, en les surestimant, les pouvoirs du président du conseil d'administration au regard des dispositions du droit français.

Le président du conseil d'administration dispose de très peu de pouvoirs en droit français. Son rôle est essentiellement administratif et protocolaire : convocation des réunions du conseil, établissement de l'ordre du jour, établissement de rapports, présidence des débats... Il ne dispose pas de pouvoir décisionnel propre ; il n'a de pouvoir de décision qu'en tant que membre du conseil, organe collégial. Ceci étant, certaines sociétés ont souhaité définir de manière explicite les missions du président ne concernant pas exclusivement l'organisation et le fonctionnement du conseil d'administration ou les responsabilités que le président exerce en dehors des dispositions légales. Il s'agit par exemple de missions de représentation de la société dans ses relations de haut niveau, notamment les grands clients et les pouvoirs publics, aux plans national et international.

D'un point de vue juridique strict, le poids du président du conseil d'administration est donc limité. Face à la direction générale, c'est bien davantage le conseil d'administration qui constitue le contre-pouvoir essentiel. On citera, par exemple, les dispositions suivantes du code de commerce qui constituent autant d'expressions de ce contre-pouvoir confié au conseil d'administration :

- toute décision du conseil d'administration suppose le vote favorable d'une majorité des membres du conseil si bien que la direction générale seule ne peut emporter la décision ;

- le conseil d’administration peut révoquer le président-directeur général à tout moment et sans avoir à justifier d’un motif ;
- le conseil d’administration fixe la rémunération du président-directeur général ;
- le conseil d’administration peut fixer des limitations aux pouvoirs du président-directeur général ;
- s’il ne s’est pas réuni depuis plus de deux mois, le tiers au moins des administrateurs peut demander au président-directeur général la convocation d’une réunion du conseil d’administration sur l’ordre du jour déterminé par ces administrateurs.

En plus de l’étude du droit français des sociétés qui conduit à relativiser les pouvoirs du président du conseil, il convient également de souligner que la situation de certains pays, comme la Grande-Bretagne, où la dissociation est la règle, n’est pas forcément transposable dans les autres Etats.

Ainsi, si les sociétés britanniques fonctionnent, en grande majorité, sous un régime de séparation des fonctions c’est parce qu’elles ont adopté la pratique d’un conseil unifié « *unitary system* »<sup>1</sup> qui réunit à la fois les administrateurs non exécutifs et les membres du comité exécutif (en général 4 personnes qui sont également administrateurs). Compte tenu de cette particularité de fonctionnement, il est apparu nécessaire au sein des sociétés britanniques d’organiser des mécanismes de contre-pouvoir. Ceci n’existe pas en France puisque le conseil et la direction générale ont des missions distinctes et qu’au surplus, le conseil et le comité exécutif (lorsqu’il existe) se réunissent séparément, et que les conseils sont quasi-exclusivement composés d’administrateurs non-exécutifs.

Il convient également de souligner que le système britannique, parfois cité en exemple, fait l’objet de critiques de la part d’universitaires ou de responsables économiques qui estiment qu’il peut conduire à des conflits entre le « chairman » et le « CEO » ainsi qu’à des responsabilités mal définies.

### 3. Préserver l’équilibre de la gouvernance par d’autres moyens

En conséquence, il ne paraît pas opportun d’imposer des mesures visant à assurer une séparation entre les fonctions et les responsabilités du président du conseil d’administration et celles de DG au sein de toutes les sociétés européennes, d’autant que la dissociation des fonctions n’est pas l’unique solution afin de préserver un certain équilibre au sein du conseil :

- dans la pratique, des sociétés, tout en ayant conservé le cumul des fonctions de président et de directeur général ont, par exemple, procédé à la nomination d’un administrateur indépendant référent qui porte parfois le nom de vice-président ou de « *lead independent director* ». Celui-ci a vocation à veiller au bon fonctionnement des organes de gouvernance notamment à travers la participation active des administrateurs indépendants aux travaux du conseil et de ses comités ;
- le fait de nommer au sein du conseil une certaine proportion d’administrateurs indépendants ainsi que d’instituer des comités spécialisés chargés de préparer les travaux du conseil est également de nature à préserver cet équilibre souhaitable au sein du conseil ;

---

<sup>1</sup> Cf. Etude Heidrick & Struggle : « Challenging board performance, European corporate governance report 2011 », p.10.

- il existe aussi des limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général ; ces règles figurent dans les règlements intérieurs des conseils qui précisent, le cas échéant, les cas d'approbation préalable du conseil d'administration par exemple pour les projets d'investissement dépassant certains montants et plus généralement pour certaines opérations stratégiques. Ces limitations sont rendues publiques dans le rapport annuel ;
- enfin, en droit français, le conseil dispose d'un certain nombre de pouvoirs propres tels que : la convocation des assemblées générales, l'établissement des comptes sociaux et du rapport annuel de gestion, l'autorisation des conventions passées entre la société et l'un de ses dirigeants, administrateurs ou actionnaires disposant de plus de 10 % des droits de vote, la nomination et la révocation du président du conseil d'administration, du directeur général, des directeurs généraux délégués, la répartition des jetons de présence, l'approbation du rapport du président sur le contrôle interne...).

En conclusion, les entreprises de l'AFEP considèrent qu'il est primordial de laisser la flexibilité au conseil d'administration de choisir entre la réunion ou la dissociation des fonctions de président et directeur général. Si l'équilibre des pouvoirs avec la direction générale est incontestablement une question légitime et importante, la dissociation systématique des fonctions ne saurait être vue comme une réponse unique au niveau de l'UE, au risque de méconnaître la réalité du fonctionnement des sociétés et des systèmes juridiques nationaux. D'autres mécanismes permettant une effectivité de la participation des membres du conseil et leur capacité à « challenger » de manière indépendante la DG doivent contribuer à institutionnaliser l'équilibre souhaité de manière plus efficace encore.

**(4) Les politiques de recrutement devraient-elles définir plus précisément le profil des administrateurs, y compris celui du président, afin de garantir qu'ils possèdent les compétences nécessaires et que la composition du conseil d'administration présente une diversité suffisante ? Dans l'affirmative, quelle serait la meilleure manière de procéder, et à quel niveau de gouvernance (national, de l'UE ou international) faudrait-il intervenir ?**

Les comités des nominations doivent déterminer les profils nécessaires mais cette appréciation ne peut être faite **qu'au cas par cas** en fonction de la composition et de l'évolution de l'actionnariat, du profil des autres administrateurs, de la participation à certains comités du conseil, des marchés et secteurs d'activité sur lesquels la société opère. Le code AFEP-MEDEF a d'ores et déjà posé un certain nombre de principes directeurs s'agissant de la composition du conseil d'administration et du profil des administrateurs le composant (diversité des compétences, diversité dans la représentation entre les femmes et les hommes, expérience, intégrité, disponibilité, indépendance, implication dans les travaux etc.).

S'agissant de la diversité à l'international, chaque groupe a ses spécificités : pour certaines sociétés qui ont, par exemple, une forte implantation aux Etats-Unis, il pourra être considéré comme opportun de nommer un administrateur ayant la nationalité américaine ; pour d'autres qui opèrent dans la quasi-totalité des pays du monde, sans lien particulier avec un pays plutôt qu'un autre, il n'apparaîtra pas forcément indispensable de faire entrer un administrateur étranger au conseil.

Aussi, aucune disposition de nature législative ne paraît nécessaire, ces questions relevant davantage des codes de gouvernement d'entreprise et de l'appréciation des conseils. En effet,

l'institution d'un comité de sélection chargé de proposer et d'évaluer les candidats potentiels, les exigences relatives à la présence d'un certain pourcentage d'administrateurs indépendants, celles sur l'évaluation du conseil de ses propres performances, celles sur la représentation équilibrée des femmes et des hommes, celles visant à promouvoir les actions de formation, et encore celles visant à limiter le nombre de mandats, permettent de concourir à l'objectif recherché qui est de garantir aux actionnaires et au marché que la composition du conseil présente une diversité suffisante et que les missions soient accomplies avec l'indépendance et l'objectivité nécessaires.

En revanche, il est important que les actionnaires puissent disposer d'un curriculum vitae détaillé des administrateurs dont la nomination ou le renouvellement du mandat est proposé à l'assemblée générale, de manière à pouvoir exercer en toute connaissance de cause leur prérogative de nomination des administrateurs. Il est également important, comme c'est la pratique en France, que chaque candidature fasse l'objet d'une résolution spécifique.

**(5) Les sociétés cotées devraient-elles être tenues de faire savoir si elles appliquent une politique de diversité hommes-femmes<sup>2</sup> et, si oui, d'en décrire les objectifs et les grandes lignes et de publier régulièrement les résultats obtenus ?**

Il conviendrait, avant d'entreprendre toute action au niveau européen dans ce domaine, de rechercher si de telles dispositions relevant soit de la réglementation, soit de la pratique, ne sont pas déjà en vigueur dans les différents Etats membres.

En effet, pour les sociétés cotées, certains règlements intérieurs des conseils fixent les principes qui, sans être érigés en règles rigides, doivent guider la composition du conseil, notamment en termes de nombre, d'équilibre entre (anciens) responsables exécutifs et membres externes, d'internationalisation des membres, de durée des mandats, d'âge, de proportion de membres qualifiés d'indépendants, d'équilibre entre les hommes et les femmes... Ces règlements intérieurs font l'objet soit d'une publication in extenso soit d'un résumé figurant dans le rapport annuel.

Des règles trop précises et impératives ayant vocation à imposer de la diversité au sein des conseils d'administration, auxquelles on ajouterait des obligations de publication, pourraient à l'inverse de l'objectif recherché, avoir des effets négatifs sur la composition du conseil d'administration. En effet, en cas de démission par exemple, un remplacement doit être effectué en fonction des besoins du conseil d'administration à un moment donné, et non afin de répondre à une exigence de diversité fixée en amont de manière rigide et précise.

S'agissant plus particulièrement de la diversité hommes-femmes, la loi française prévoit non seulement des exigences de reporting qui permettent de promouvoir la diversité hommes-femmes et de mesurer les progrès accomplis, mais également une délibération annuelle du conseil sur ces questions<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Il existe une divergence entre la version anglaise et française : la version française limite cette question à la politique de diversité hommes-femmes tandis que la version anglaise envisage la politique de diversité de manière générale. Pour l'établissement de la réponse, nous nous fonderons sur la version anglaise.

<sup>3</sup> Loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle qui a introduit un article L.225-37-1.

Le conseil doit en effet délibérer annuellement sur la politique de la société en matière d'égalité professionnelle et salariale. En outre, dans les sociétés d'une certaine taille (trois cents salariés et plus), le conseil doit délibérer sur la base d'un rapport écrit portant sur la situation comparée des conditions générales d'emploi et de formation des femmes et des hommes dans l'entreprise.

Ce rapport comporte une analyse permettant d'apprécier, pour chacune des catégories professionnelles de l'entreprise, la situation respective des femmes et des hommes en matière d'embauche, de formation, de promotion professionnelle, de qualification, de classification, de conditions de travail, de rémunération effective et d'articulation entre l'activité professionnelle et l'exercice de la responsabilité familiale.

**(6) Les sociétés cotées devraient-elles être tenues d'assurer un meilleur équilibre hommes-femmes dans leur conseil d'administration (de surveillance) ? Dans l'affirmative, comment ?**

Les entreprises de l'AFEP sont favorables à promouvoir la diversité des compétences au sein des conseils ; elles sont également favorables à ce que soit instauré un équilibre dans la représentation entre les hommes et les femmes, à compétence égale. Cependant, ce sujet doit relever de la « *soft law* ». A cet égard, l'AFEP et le MEDEF ont publié en avril 2010 des recommandations sur la place des femmes dans les conseils avec pour objectif que chaque conseil atteigne puis maintienne un pourcentage d'au moins 20 % de femmes dans un délai de trois ans et de 40 % de femmes dans un délai de six ans. Ces recommandations sont accompagnées d'une action auprès des présidents des entreprises membres de l'AFEP afin de développer des programmes de « *mentoring* » pour faire émerger des talents. Entre les exercices 2009 et 2010, la place des femmes dans les sociétés du CAC 40 est passée de 10 % à environ 15 %. En 2011, elle dépasse 20 %.

La situation de la France est particulière car, sans attendre l'application effective de ces recommandations, le législateur a adopté une loi qui reprend les mêmes objectifs en l'étendant aux sociétés non cotées (sous des conditions de seuils en termes de nombre de salariés ainsi que de chiffre d'affaires ou de total de bilan).

Dans ce domaine, il convient de privilégier la « *soft law* » et promouvoir des dispositifs de transparence dans la déclaration de gouvernement d'entreprise qui devrait faire état de l'application du principe de représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein du conseil. En effet, la loi, nécessairement rigide, n'est pas l'instrument le plus adapté en raison notamment de la diversité des modes de représentation au sein du conseil. On peut prendre, à titre d'exemple, le cas des représentants permanents des personnes morales administrateurs que la loi française a inclus dans la proportion. En effet, c'est l'administrateur personne morale qui désigne son représentant et qui notifie par simple lettre son changement.

Le conseil n'a donc pas de prise sur le choix de ce représentant qui peut faire basculer du jour au lendemain la proportion jusque-là équilibrée d'hommes et de femmes au sein du conseil. On peut prendre également l'exemple des représentants des actionnaires salariés, dont les candidats sont sélectionnés à l'issue d'un processus de consultation des actionnaires salariés. Le conseil n'a pas non plus de prise sur le choix des candidats à l'élection par l'assemblée.

**(7) Faudrait-il légiférer au niveau de l'UE pour limiter le nombre de mandats qu'un administrateur non exécutif peut détenir ? Dans l'affirmative, en quoi devrait consister cette mesure ?**

La plupart des Etats membres, dont la France, prévoient des dispositions législatives ainsi que des règles de gouvernement d'entreprise limitant le nombre de mandats. Il n'apparaît donc ni utile ni souhaitable d'introduire des dispositions au niveau européen dans un domaine qui doit être adapté à chaque particularité. En effet, la question du nombre de mandats d'administrateurs dépend du secteur d'activité de la société, de la participation ou non à des comités du conseil, des fonctions exercées par les administrateurs (celles-ci pouvant être exécutives ou non exécutives) et de l'exercice des mandats à l'extérieur ou à l'intérieur d'un groupe (dans ce dernier cas, les mandataires sociaux n'ont pas les mêmes responsabilités car ils rapportent directement à la société mère).

S'agissant des administrateurs qui n'exercent pas ou plus de direction exécutive (présidents de conseils d'administration qui ne sont pas en même temps directeurs généraux, présidents de conseil de surveillance, administrateurs ou membres de conseils de surveillance), ces derniers ont par nature bien davantage de temps pour se consacrer à leurs missions, et leur expérience passée de direction au sein de grands groupes internationaux est incontestablement utile au bon fonctionnement des conseils auxquels ils apportent les compétences et la vision stratégique qu'ils ont acquises au cours de leurs précédentes fonctions.

Les dirigeants mandataires sociaux ont été amenés à réduire progressivement le nombre de mandats exercés dans les sociétés cotées extérieures aux groupes qu'ils dirigent, notamment en raison de l'augmentation du nombre de réunions des conseils et de leur durée, de l'implication des administrateurs dans les travaux préparatoires des différents comités et des responsabilités attachées à ces fonctions.

Il n'y a donc pas matière à légiférer au niveau européen sur cette question. En complément de la règle « appliquer ou expliquer » dont l'efficacité ne peut être mise en cause, la régulation doit venir de **la transparence qui doit porter sur le nombre des mandats et sur le taux d'assiduité des administrateurs**. En effet, il est important que les sociétés précisent :

- le nombre de mandats détenus par chaque administrateur, si les mandats concernés sont ou non exercés à l'extérieur du groupe et si les sociétés dans lesquelles ces mandats sont exercés sont ou non cotées. C'est grâce à cette transparence, déjà en vigueur en France dans de nombreuses sociétés, que les actionnaires peuvent exercer leur contrôle en s'opposant, le cas échéant, à la nomination ou au renouvellement de tel ou tel administrateur s'ils estiment qu'il détient un trop grand nombre de mandats. En pratique, on observe qu'ils exercent un réel contrôle ;
- le taux d'assiduité des administrateurs aux séances du conseil et aux réunions des comités (comme le recommande le code AFEP-MEDEF). Une étude de Heidrick & Stuggles « Challenging board performance » p.26 montre que la transparence serait très limitée sur cette question dans certains Etats membres alors qu'il s'agit d'une information importante pour permettre aux actionnaires d'exercer leur contrôle sur la disponibilité des administrateurs. Il est rappelé que l'assiduité fait partie des sujets examinés dans le cadre des missions d'évaluation du fonctionnement du conseil.

D'une manière plus générale, le vrai sujet est celui de l'implication des administrateurs. En effet, leurs principales qualités doivent être la compétence et l'expérience, qui facilitent la

compréhension des enjeux et des risques, le courage, notamment celui d'exprimer sa pensée et de formuler son jugement, la disponibilité qui permet d'avoir le recul nécessaire et favorise leur implication dans l'exercice de leurs mandats, et enfin, l'affectio societatis qui nourrit leur engagement à l'égard de l'entreprise. La manifestation de ces qualités révèle l'aptitude de l'administrateur ou du dirigeant quel que soit le nombre de mandats qu'il détient. S'il n'est pas en mesure d'en respecter les exigences, il doit naturellement y renoncer. De son côté, le conseil d'administration est tenu de s'assurer, notamment à l'occasion d'évaluations régulières, que tous les administrateurs exercent pleinement leurs attributions. Une limitation plus stricte du nombre de mandats n'apporterait pas la sécurité que seules la vigilance du conseil et l'intégrité des administrateurs dans l'accomplissement de leurs missions peuvent garantir.

**(8) Faudrait-il encourager les sociétés cotées à faire procéder à une évaluation externe à intervalles réguliers (par exemple, tous les trois ans) ? Dans l'affirmative, comment ?**

L'évaluation a notamment pour objet de faire le point sur les modalités de fonctionnement du conseil pour le rendre plus efficace, et de vérifier que les questions importantes sont convenablement débattues.

Selon le code AFEP-MEDEF, le conseil consacre une fois par an un point de son ordre du jour à un débat sur son fonctionnement. **Une évaluation formalisée doit être réalisée tous les trois ans.** En pratique, le plus souvent, la procédure est pilotée par le comité de sélection ou des nominations ou encore par le comité des rémunérations, mais elle peut également être mise en œuvre par le secrétaire du conseil, un administrateur indépendant, assistés ou non d'un cabinet extérieur... En général, il est procédé à l'envoi d'un questionnaire à chaque administrateur, accompagné le cas échéant d'un entretien individuel.

Il convient de laisser au conseil le choix entre ces différentes modalités d'évaluation car il n'est pas prouvé qu'une évaluation faite par un évaluateur externe donne de meilleurs résultats que lorsqu'elle est réalisée par le secrétaire du conseil ou un administrateur indépendant. En outre, les cabinets spécialisés étant relativement peu nombreux sur la place et exerçant en général également la profession de conseil en recrutement de dirigeants, ils peuvent se trouver en situation de conflits d'intérêt. Notons également que ces cabinets peuvent avoir accès dans le cadre de leurs missions d'évaluation à des informations confidentielles alors même qu'ils ne sont pas tenus par le secret professionnel.

Les entreprises de l'AFEP partagent l'avis de la Commission selon lequel, pour encourager l'ouverture, il convient de maintenir un certain niveau de confidentialité sur le résultat de l'évaluation, l'obligation de publicité ne devant porter que sur l'explication du processus d'évaluation proprement dit. En effet, la qualité, la sincérité et la précision de l'évaluation risquent d'être altérées si leurs auteurs savent que l'étude doit être communiquée *in extenso* à des tiers (qu'il s'agisse des autorités de supervision ou des actionnaires).

La Commission mentionne que l'évaluation devrait porter également sur la qualité et « l'actualité » des informations reçues par le conseil, sur la réponse du management aux demandes d'éclaircissement du conseil ainsi que sur le rôle du président.

Le sujet de la qualité et de l'actualité de l'information relève avant tout des codes de gouvernement d'entreprise. Ainsi, le code AFEP-MEDEF (§11), en complément des dispositions légales<sup>4</sup>, impose aux sociétés de fournir à leurs administrateurs l'information utile à tout moment de la vie de la société entre les séances du conseil, si l'importance ou l'urgence de l'information l'exige. A l'inverse, il mentionne que les administrateurs ont le devoir de demander l'information utile dont ils estiment avoir besoin pour accomplir leur mission. Ainsi, si un administrateur considère qu'il n'a pas été mis en situation de délibérer en toute connaissance de cause, il a le devoir de le dire au conseil et d'exiger l'information indispensable.

**(9) La publication d'informations sur les politiques de rémunération, d'un rapport annuel sur les rémunérations (un rapport sur la manière dont la politique de rémunération a été mise en œuvre au cours de l'exercice écoulé) et de la rémunération individuelle des administrateurs exécutifs et non exécutifs devrait-elle être obligatoire ?**

Les entreprises de l'AFEP soutiennent les propositions du Forum européen de gouvernement d'entreprise visant à rendre obligatoire la transparence dans le rapport annuel de l'information portant sur les politiques de rémunération ainsi que sur l'ensemble des éléments de rémunération des dirigeants exécutifs et non exécutifs.

Il pourrait être recommandé, sous une forme non contraignante, que ces informations soient standardisées comme elles le sont en France en application des recommandations du code AFEP-MEDEF reprises par le régulateur. Il serait souhaitable que de telles recommandations s'appuient sur les principes directeurs suivants : simplification, stabilisation et harmonisation des règles en matière de rémunération.

**(10) Un vote des actionnaires sur la politique de rémunération et le rapport de rémunération devrait-il être obligatoire ?**

En France, les actionnaires ont déjà des prérogatives importantes dans la mesure où ils approuvent dans le cadre du régime des conventions réglementées (autorisation du conseil puis approbation de l'assemblée) tous les éléments de rémunération, indemnités ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à l'occasion de la cessation des fonctions (indemnités de départ, indemnités versées en contrepartie d'une clause de non concurrence, régimes supplémentaires de retraite...). Par ailleurs, comme dans la plupart des pays européens, ils votent une délégation au conseil d'attribuer des actions de performance ou des stock options aux dirigeants ainsi que l'enveloppe des jetons de présence à attribuer aux administrateurs.

Aller plus loin poserait un problème de principe, reposerait sur une appréciation inexacte du rôle respectif des organes de la société et se heurterait à des problèmes pratiques. La répartition actuelle des pouvoirs entre le conseil et l'assemblée générale des actionnaires en matière de rémunération est cohérente et efficace : en droit français des sociétés, le pouvoir de déterminer la rémunération revient à l'organe qui dispose du pouvoir de nomination. Il en est ainsi des administrateurs, l'assemblée générale qui les nomme détermine l'enveloppe globale des jetons de présence. Il est cohérent qu'il en aille de même des dirigeants mandataires sociaux dont la rémunération est fixée par le conseil qui les nomme.

---

<sup>4</sup> Article L.225-35 du code de commerce « Le président ou le directeur général est tenu de communiquer à chaque administrateur tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission ».

La compétence des conseils est également la plus cohérente d'un point de vue pratique : la rémunération est, en effet, l'un des éléments de la négociation conduite avec le dirigeant mandataire social.

Donner compétence décisionnelle ou consultative à l'assemblée générale des actionnaires soulèverait de nombreuses difficultés pratiques en ce domaine. Les questions relatives à la rémunération des dirigeants sont des questions comportant des aspects particulièrement techniques, dont certains ne peuvent être communiqués aux actionnaires (il en est ainsi des formules de calcul qui fondent les rémunérations variables des dirigeants), et sur lesquels le système de démocratie actionnariale directe serait impraticable alors que l'assemblée a élu des représentants qui sont les administrateurs et qui ont notamment pour fonction de nommer les dirigeants exécutifs, d'évaluer leurs performances et de fixer leur rémunération.

En outre, le conseil a une vision beaucoup plus large de l'ensemble des enjeux et est plus à même d'assurer un équilibre entre les intérêts de toutes les parties prenantes de l'entreprise lorsqu'il est amené à se prononcer sur les questions de rémunération. Enfin, il n'existe pas en France de vote consultatif en assemblée générale, ce concept étant tout à fait étranger au droit et à la pratique française.

Enfin, une telle solution reviendrait à confier aux fonds d'investissement anglo-américains, qui détiennent une grande partie de la capitalisation des grandes entreprises françaises et dont on sait qu'ils pratiquent souvent une politique d'investissement « court-termiste », le pouvoir de fixer les rémunérations et ainsi d'inciter les dirigeants à maximiser les profits à court terme au détriment de la pérennité des entreprises. C'est ce qui se passe en pratique, en Grande-Bretagne, où ce ne sont pas tous les actionnaires qui délibèrent sur cette question mais les grands investisseurs qui prennent contact avec le management en amont de l'assemblée et se mettent d'accord sur les éléments à faire figurer dans le rapport présenté à l'assemblée des actionnaires. Notons que c'est également en Grande-Bretagne que les rémunérations des dirigeants sont aussi les plus élevées d'Europe.

Comme il a été indiqué ci-dessus (question 9), ce sujet doit être traité par la transparence. Dès lors que les actionnaires ont des informations complètes sur tous les éléments de rémunération, ils ont la possibilité, en cas de sérieuse opposition, de révoquer les membres du conseil qui les représentent, s'ils estiment qu'ils ont failli dans l'exercice de leur mission.

**(11) Considérez-vous que le conseil d'administration devrait valider, en en prenant la responsabilité, la propension au risque de l'entreprise et en rendre compte de manière significative aux actionnaires ? Ces obligations d'information devraient-elles également couvrir les principaux risques que l'entreprise peut faire peser sur la société dans son ensemble (« risques sociétaux ») ?**

Cette question aborde trois sujets :

- le champ d'application de la surveillance du conseil et la pertinence de la notion de « propension au risque » (ou d'« appétit pour le risque ») ;
- le rôle et les responsabilités du conseil, de la direction générale et du personnel opérationnel travaillant dans la fonction risques ;
- le contenu du rapport aux actionnaires.

La question 12 se réfère à la notion de « profil de risque », qui est également traitée dans notre réponse à la question 11.

Le cas des « risques sociétaux » fait l'objet d'un développement spécifique.

Les entreprises mesurent tout l'intérêt qu'elles ont à identifier les risques auxquels elles sont confrontées, à les surveiller et à les prendre en compte dans leur gestion. Elles ont déjà réalisé des efforts considérables pour mettre en place des systèmes de gestion des risques et de contrôle interne (GRCI) poursuivant ces objectifs et s'attachent en permanence à les améliorer et à les adapter au changement continu de leurs environnements externe et interne.

Tout en convenant que le conseil joue un rôle clé dans la surveillance et le suivi de l'efficacité des systèmes de GRCI de l'entreprise, les entreprises de l'AFEP sont fortement opposées à ce qu'il doive approuver et assumer la responsabilité de la propension au risque (« appétit pour le risque », ou « profil(s) de risque ») de l'entreprise et en rendre compte aux actionnaires.

Cette position est fondée sur trois raisons principales :

- a) la diversité des risques auxquels les entreprises sont confrontées et le manque de pertinence des concepts de « propension au risque » (« appétit pour le risque ») et de « profil de risque », comme indicateurs synthétiques ou pour de nombreux risques ;
- b) le rôle central de la direction générale et sa responsabilité principale dans le domaine de la gestion des risques (GR) et du contrôle interne (CI), sous la surveillance du conseil ;
- c) les nombreuses obligations européennes existantes.

Dans les développements qui suivent, sont précisés, à partir des caractéristiques des risques, les rôles respectifs du conseil et de la direction générale dans le domaine de la GR et du CI - en particulier la nature de la surveillance exercée par le conseil - et il est souligné que les dispositions européennes actuelles sur le rapport de gestion et le comité d'audit permettent de traiter les questions correspondantes de manière appropriée.

*a) La diversité des risques auxquels les entreprises sont confrontées et le manque de pertinence des concepts de « propension au risque » (« appétit pour le risque ») et de « profil de risque », comme indicateurs synthétiques ou pour de nombreux risques*

L'exercice entrepreneurial consiste à porter des jugements et à prendre des décisions sur des opportunités et les risques associés (souvent sous contrainte de temps). Il n'y a pas de croissance ou de création de valeur sans prise de risque.

Comme mentionné à juste titre au § 1.5 du Livre vert, les entreprises sont confrontées à un large éventail de risques externes ou internes.

Ces risques ont les caractéristiques suivantes :

- ils sont de nature très différente. En particulier, un grand nombre d'entre eux ne sont pas quantifiables ou mesurables ; certains peuvent même être difficiles à identifier ;
- compte tenu de l'évolution constante de l'environnement de l'entreprise, les risques, leur probabilité d'occurrence et leurs effets potentiels changent régulièrement ou de manière continue ;

- leurs effets potentiels ne peuvent pas être combinés ou agrégés, en raison des interactions entre les risques ;
- ils sont généralement soumis à des techniques d'atténuation des risques, dont les effets ne sont pas nécessairement mesurables ou ne sont pas mesurables à l'avance ;
- certains d'entre eux peuvent être contrebalancés par des opportunités et ne sont donc pas toujours atténués ou évités.

Les concepts de « propension au risque » (« appétit pour le risque ») et de « profil de risque », ou l'idée d'un indicateur synthétique de risque, peuvent sembler théoriquement ou conceptuellement intéressants, dès lors qu'ils reflètent uniquement l'esprit d'entreprise et une volonté de prendre des risques et de les apprécier en regard d'opportunités.

Toutefois, en raison des caractéristiques des risques, il est difficile, et dans la plupart des cas non pertinent, d'utiliser ou d'appliquer un concept de « propension au risque de l'entreprise » (« appétit pour le risque ») ou de « profil de risque », ou de déterminer un niveau de risque global :

- un indicateur de risque unique, comme l'« appétit d'une entreprise pour le risque » (ou son « profil de risque »), serait dénué de sens et potentiellement source de confusion pour les décideurs et le public :
  - les risques étant de natures très différentes, la gestion des risques est effectuée séparément pour chaque type de risque, voire par risque. *Le cas échéant*, on peut donc fixer différents niveaux de risque acceptables pour différents risques (cf. ci-après) ;
  - en outre, les risques individuels ne sont pas nécessairement gérés au niveau du groupe ou de la société, mais peuvent être pris en considération à un autre niveau, en fonction de leur type d'organisation ou de gestion : secteur opérationnel, unité de gestion, zone géographique ou ligne d'activité / projet, ... ;
- de nombreux risques ne sont pas quantifiables ou mesurables (probabilité et moment de réalisation, effets possibles) ; certains peuvent même être difficiles à identifier. Pour de nombreux risques, il n'est donc pas possible d'appliquer une approche unique, de définir un (des) indicateur(s) ou un (des) profil(s) de risque, ou de les agréger :
  - des seuils quantitatifs et des limites d'exposition peuvent être établis et suivis dans certains cas, par exemple pour certains risques financiers ou de marché ;
  - d'autres risques, en particulier ceux qui peuvent avoir un impact sur les états financiers, doivent être réduits à un niveau faible et acceptable, l'objectif étant de prévenir, détecter et corriger des anomalies ou des faiblesses significatives en temps voulu ;
  - toutefois, les solutions envisagées pour certains risques (par exemple risques financiers ou de marché) ne sont pas pertinentes pour tous les risques : de nombreux risques, par exemple les risques d'origine externe ayant des effets sur l'entreprise (risque de changement climatique, risques politiques, de sécurité, de dépendance, risque de réputation,...), sont difficiles à identifier avec précision, à apprécier correctement et ne peuvent que rarement être quantifiés ;
- l'agrégation et la divulgation des risques qui sont mesurables ou quantifiables ne reflèteraient pas leurs caractéristiques quantitatives et leurs interactions et ne tiendraient pas compte de tous les éléments qui peuvent contrebalancer ou réduire ces risques, en particulier :
  - les contrôles mis en place par la société pour prévenir et détecter les risques ;

- les techniques d'atténuation des risques mises en œuvre et les réponses apportées par le management aux risques avérés (beaucoup de décisions sont prises sur une base quotidienne) ;
- les opportunités contrebalançant ces risques.

*b) Le rôle central de la direction et sa responsabilité principale dans le domaine de la gestion des risques et du contrôle interne*

Les entreprises sont en désaccord avec l'affirmation du § 1.5 selon laquelle « le conseil d'administration assume la responsabilité principale pour définir le profil de risque d'une organisation donnée conformément à la stratégie suivie ».

En fait, le conseil d'administration définit la stratégie de l'entreprise, détermine ses grandes orientations et veille à leur mise en œuvre par la direction générale.

Le conseil et / ou un comité spécialisé du conseil (le cas échéant), qui se réunit (réunissent) périodiquement, exerce(nt) un rôle de surveillance à partir des informations synthétiques reçues de différentes sources (direction et, le cas échéant, département des risques et / ou d'audit interne). Il(s) peut (peuvent) alors apporter la contradiction à la direction générale s'il(s) estime(nt) que les principaux risques encourus et les politiques de gestion des risques définies et arrêtées ne sont pas cohérents avec la stratégie de l'entreprise ou que les systèmes de GR et de CI en place ne sont pas efficaces (cf. ci-après).

Compte tenu de l'évolution permanente de l'environnement de l'entreprise, la définition des politiques de gestion des risques et leur gestion proprement dite s'inscrivent dans un processus dynamique exigeant une présence continue dans l'entreprise, une implication directe dans les activités opérationnelles et de fréquentes décisions et actions. Il serait contre-productif de transférer la responsabilité de définir et d'arrêter les politiques de gestion des risques ou la gestion des risques de la direction au conseil. En particulier, cela priverait l'entreprise des avantages d'un regard indépendant du conseil sur les politiques et systèmes définis, arrêtés et mis en œuvre par la direction.

**Le rôle central et unique de la direction**

Le conseil et / ou un comité spécialisé du conseil (le cas échéant) ne peut (peuvent) pas identifier, analyser et gérer les risques ou exercer le pilotage et le suivi continu des systèmes de GR et de CI : ces attributions relèvent de la direction générale et du management qui disposent à la fois de la responsabilité et des moyens de mise en œuvre.

La direction générale exerce la responsabilité première et centrale en matière de GR et de systèmes de GR et de CI. Elle assume les fonctions suivantes :

- ***pilotage*** de la conception, mise en œuvre, amélioration et maintien de systèmes de GR et de CI adaptés au mieux à la stratégie, aux spécificités et aux risques de l'entreprise ; ***élaboration des politiques de gestion des risques, des grandes orientations et priorités*** ; ***initiative*** des actions correctives nécessaires ; ***contrôle*** de la bonne application de ces politiques, des orientations et des priorités et de la réussite des actions correctives ;
- ***surveillance continue*** des risques et des systèmes de GR et de CI, consistant à déterminer si les politiques et systèmes de GR et les contrôles internes sont adaptés à la stratégie, aux

spécificités et aux risques de l'entreprise, fonctionnent comme prévu dans la durée et s'ils sont ajustés de manière appropriée en fonction des changements de circonstances ;

- ***élaboration d'une information de qualité*** sur les éléments clés, et communication de cette information au conseil et / ou à un comité spécialisé du conseil (le cas échéant) et, si nécessaire, au public.

La direction générale s'appuie sur l'encadrement et, le cas échéant, le département des risques et / ou le service d'audit interne, qui rend (rendent) compte des résultats de leurs activités à la direction générale.

### **Le rôle de surveillance du conseil**

Sur la base des informations synthétiques reçues, le conseil ou un comité spécialisé du conseil (le cas échéant) veille(nt) à ce que les principaux risques encourus et les politiques de GR définies et adoptées soient cohérentes avec la stratégie de l'entreprise et que les systèmes de GRCI jugés adaptés par la direction générale soient mis en œuvre et fassent l'objet d'une surveillance continue et de contrôles appropriés. Cela comprend une surveillance de la répartition des responsabilités au sein de l'entreprise, visant à éviter des lacunes importantes dans ce domaine.

***Le rôle de surveillance du conseil (ou d'un comité spécialisé du conseil, le cas échéant) reflète un processus dynamique d'amélioration.*** Dans le cadre du rôle de surveillance du conseil, suivre l'efficacité des systèmes de GRCI reflète un processus dynamique de haut niveau selon lequel, sur la base des informations synthétiques qu'il reçoit, le conseil est en mesure d'établir des orientations générales, s'il le juge approprié (l'établissement des orientations est normalement de la compétence de la direction générale). L'objectif de cette surveillance est d'adapter ou d'ajuster au mieux ces systèmes et la surveillance continue des contrôles par la direction générale, de veiller aussi à ce que les activités de contrôle interne soient adaptées à l'entreprise et à l'évolution permanente de ses environnements externe et interne.

Le suivi de l'efficacité des systèmes n'implique pas le suivi de la gestion en tant que telle ou des systèmes eux-mêmes.

***Le conseil (ou un comité spécialisé du conseil, le cas échéant) est informé des principaux risques, politiques de gestion des risques et résultats des activités de surveillance et de contrôle, ainsi que des principaux incidents identifiés et des actions correctives correspondantes décidées ou mises en œuvre par la direction générale.*** Il veille à ce que le public ait été dûment informé des facteurs de risque et des incidents identifiés susceptibles d'avoir un effet significatif sur les cours des instruments financiers offerts au public (ce qui n'implique pas qu'il initie lui-même la communication ou donne l'information).

Selon les modalités déterminées par le conseil ou un comité spécialisé du conseil (le cas échéant), le service d'audit interne et / ou le département des risques (ou une autre fonction déterminée par la direction) informe le conseil / comité de son programme de travail et des principaux résultats de ses activités. Le conseil (et le comité, le cas échéant) peut (peuvent) également entendre les responsables de fonctions clés, y compris les personnes en charge des fonctions liées au contrôle interne et aux risques, en présence, ou dans certains cas, hors la présence de la direction générale.

*c) Les nombreuses obligations européennes existantes*

Comme le montre le tableau joint en annexe, de nombreux textes européens obligent les entreprises à communiquer des informations sur leurs principaux risques / facteurs de risque et leurs systèmes de contrôle interne et de gestion des risques, dans leurs états financiers et / ou dans leurs rapports de gestion / déclarations de gouvernement d'entreprise.

Ainsi, en particulier :

- la plupart des entreprises doivent décrire les principaux risques et incertitudes auxquels elles sont confrontées et donner des précisions sur les risques liés à l'utilisation d'instruments financiers (exposition, objectif et politique de gestion). Ces obligations sont encore plus détaillées pour les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, tenues d'appliquer les IFRS pour leurs comptes consolidés, les textes sur le prospectus (« facteurs de risque ») et la directive Transparence (description dans les rapports financiers et déclarations, annuels et semestriels) ;
- ces sociétés doivent également décrire les principales caractéristiques de leurs systèmes de contrôle interne et de gestion des risques liés à l'information financière et communiquer au public toute information privilégiée, c'est-à-dire toute information susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés.

***L'approbation spécifique par le conseil d'une information sur les risques semble particulièrement inutile, étant donné les nombreuses obligations incombant déjà au conseil et à la direction générale :***

- les membres des organes d'administration, de gestion et de surveillance ont l'obligation collective de veiller à ce que les comptes, les rapports de gestion et, lorsqu'ils sont fournis séparément, les déclarations de gouvernement d'entreprise sont établis en conformité avec les 4<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> directives et, le cas échéant, avec les IAS / IFRS, et donc donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et des résultats de la société et des entreprises comprises dans la consolidation. Comme le montre le tableau joint en annexe, ces documents doivent inclure des informations sur les risques et les systèmes de gestion des risques ;
- dans les entités d'intérêt public, le comité d'audit ou l'organe exerçant des fonctions équivalentes suit l'efficacité du contrôle interne, de l'audit interne le cas échéant, et des systèmes de gestion de risque de l'entreprise ;
- dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, la responsabilité du conseil est fondée sur la responsabilité propre de la direction générale et les nombreuses déclarations requises : déclarations sur « l'image fidèle » et « l'examen équitable » dans les rapports financiers annuels et semestriels ; « déclaration explicite et sans réserve de conformité aux IFRS », « déclaration que les informations contenues dans le prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée ».

**Ces obligations d'information devraient-elles également couvrir les principaux risques que l'entreprise peut faire peser sur la société dans son ensemble (« risques sociétaux ») ?**

Les risques sociétaux clés (au sens de « risques de portée générale induits par des activités économiques ») n'appellent aucune obligation supplémentaire de publication, pour deux raisons principales :

- 1) *Ils sont déjà couverts par de nombreuses obligations d'information européennes ou nationales*

La question ci-avant suggère que les risques sociétaux clés devraient faire l'objet d'une information aux actionnaires. Or ils le sont déjà de facto.

En effet **de nombreux textes européens prévoient une information dans le rapport de gestion sur les principaux risques** auxquels les entreprises et les groupes sont confrontés (cf. réponse ci-avant et tableaux ci-joints en annexe). En outre, ils doivent communiquer une analyse comportant des indicateurs clés de performance de nature financière et non financière ayant trait à l'activité spécifique des entreprises, dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation des entreprises.

Selon ces textes, les organes d'administration, de gestion et de surveillance ont l'obligation collective de veiller à ce que l'établissement et la publication du rapport de gestion sont conformes aux exigences européennes.

Dans les développements qui suivent, il est souligné qu'en raison de leur portée et de leur sensibilité, ces risques font déjà l'objet de toute l'attention des pouvoirs publics (réglementations et / ou surveillance spécifiques) et des entreprises.

- 2) *Ils sont en tout état de cause couverts par les systèmes de GR mis en œuvre par la direction, sous la surveillance du conseil ou d'un comité spécialisé du conseil*

Une information sur la nature des risques sociétaux et sur les systèmes généraux de GR est envisageable (et généralement donnée).

Cependant, compte tenu des caractéristiques de ces risques (en particulier, réglementations / surveillance spécifiques et / ou difficulté d'apprécier leurs possibles impacts, probabilité et moment de réalisation), il serait totalement inapproprié de requérir une communication publique précise sur les possibles vulnérabilités, leur importance relative et les mesures spécifiques mises en œuvre pour y faire face.

En effet, de telles informations ne sont pas susceptibles d'être précises : les entreprises peuvent avoir des outils pour mesurer les effets possibles de certains risques sur l'entreprise, mais pas les effets possibles de leurs activités sur la société dans son ensemble. En outre, une obligation de fournir une information plus détaillée serait de nature à créer des vulnérabilités supplémentaires (par exemple image / réputation), à porter préjudice à l'entreprise et à ses actionnaires et à rompre l'égalité de traitement avec des entreprises non européennes.

Cette position est fondée sur l'examen des trois points suivants, abordés de manière implicite dans la réponse à la question 11 et développés ci-après :

- a) les caractéristiques des risques sociétaux clés (au sens de « risques de portée générale induits par des activités économiques ») ;
- b) l'approche adaptée à ce type de risques ;
- c) l'information sur ces risques.

*a) Caractéristiques des risques sociétaux clés*

Nous comprenons que la notion de « risques sociétaux clés » vise les risques clés que des activités économiques peuvent faire courir à la société au sens large. On soulignera qu'*en raison de leur portée et de leur sensibilité, ces risques font l'objet de toute l'attention des pouvoirs publics et des entreprises :*

- ***attention des pouvoirs publics*** : compte tenu de l'importance de ces questions pour les Etats, les économies et les citoyens, les activités en question font généralement l'objet de réglementations sectorielles et d'une surveillance spécifique par les pouvoirs publics et / ou les régulateurs sectoriels ;
- ***attention des entreprises*** : compte tenu de leur lien étroit avec les activités exercées et de possibles impacts sur les tiers, les clients et le personnel des entreprises, ces risques font partie de leurs préoccupations essentielles car de nature à affecter leurs propres ressources, leur réputation et leurs résultats, voire leur modèle économique.

*Les risques visés, dont la nature est identifiable, sont en revanche difficiles à apprécier quant à leurs possibles impacts, leur probabilité et moment de réalisation. Dans certains cas, cela peut tenir à des facteurs externes ou humains difficilement prévisibles (par exemple : risques en cascades ; risques naturels, politiques ou sanitaires ; erreurs, actes de malveillance, atteintes à la sécurité,...).*

*b) Approche adaptée aux risques sociétaux clés*

***La maîtrise des risques sociétaux clés passe par celle des risques de conformité, des risques opérationnels et des risques liés à la sécurité, et suppose la mise en place de processus adaptés.***

En effet, face à des risques de cette nature, trois types de réponses sont généralement prévus par les pouvoirs publics et les entreprises :

- une conformité aux dispositions législatives sectorielles, vérifiée par les entreprises et, le cas échéant, les autorités compétentes ;
- la mise en œuvre par les entreprises de processus opérationnels de qualité ;
- des mesures visant à assurer la sécurité des opérations et des dispositifs les concernant (processus opérationnels et d'information).

On soulignera également à ce titre que les secteurs d'activités, opérateurs et points qualifiés « d'importance vitale » font l'objet de mesures contraignantes et coordonnées entre les pouvoirs publics et les entreprises concernées. En particulier, la protection des infrastructures vitales est traitée dans de nombreuses enceintes internationales, dont l'Union européenne.

Concernant le conseil (ou un comité spécialisé du conseil, le cas échéant), l'approche adaptée à ces risques consiste à exercer son rôle de surveillance sur les systèmes de gestion de risque – comme précisé dans notre réponse à la question 11 – à partir des informations reçues sur les éléments suivants :

- principaux risques liés aux activités de l'entreprise ;
- principales caractéristiques des systèmes mis en place pour gérer ces risques (politiques et processus de gestion principaux) ;
- principaux résultats et la surveillance et des contrôles exercés sur ces risques et systèmes ;
- principaux incidents identifiés et actions correctives correspondantes décidées ou mises en œuvre par la direction générale (cf., dans la réponse à la question 11, à la description du rôle de surveillance du conseil).

*c) Information sur les principaux risques sociétaux clés*

Compte tenu des caractéristiques de ces risques (en particulier législation / surveillance spécifiques et / ou difficulté d'apprécier leurs possibles impacts, probabilité et moment de réalisation ; cf. § a ci-avant) et de leur caractère souvent sensible, une information sur la nature de ces risques et les systèmes généraux de gestion des risques est envisageable (et généralement donnée).

En revanche, il serait totalement inapproprié de requérir une communication publique précise sur les possibles vulnérabilités, leur importance relative et les mesures spécifiques mises en œuvre pour y faire face.

En effet, de telles informations ne sont pas susceptibles d'être précises du fait que les entreprises peuvent avoir des outils pour mesurer les effets possibles de certains risques sur l'entreprise, mais pas les effets possibles de leurs activités sur la société dans son ensemble. En outre, une obligation de fournir une information plus détaillée serait de nature à créer des vulnérabilités supplémentaires (par exemple image / réputation), à porter préjudice à l'entreprise et à ses actionnaires et à rompre l'égalité de traitement avec des entreprises non européennes.

**(12) Considérez-vous que le conseil d'administration devrait être chargé de veiller à ce que les mécanismes de gestion des risques de l'entreprise soient opérants et adaptés au profil de risque de celle-ci ?**

Conformément à la directive concernant les contrôles légaux, le conseil, par l'intermédiaire, le cas échéant, de son comité d'audit, surveille l'efficacité des systèmes de gestion des risques de la société, ce qui constitue une description appropriée de son rôle (voir la description et les implications de ce rôle dans notre réponse à la question 11 « Le rôle de surveillance du conseil »).

*Les entreprises sont fermement opposées à toute extension du rôle du conseil au regard des systèmes de gestion des risques, telle que celle qui résulterait d'une obligation qui lui serait faite d'« assurer » (« ensure ») – plutôt que de « suivre » – l'efficacité de ces systèmes ou encore d'assurer ou surveiller qu'ils sont « adaptés au profil de risque de l'entreprise » ou aux risques :*

- **la notion de « profil de risque » n'est pas pertinente en tant qu'indicateur synthétique**, pour les raisons mentionnées au § a) de notre réponse à la question 11, fondée sur les caractéristiques des risques. Il est donc impossible de contrôler que « les mécanismes de gestion des risques » sont « adaptés au profil de risque de l'entreprise » ;
- **le terme « assurer » est inapproprié** : la probabilité que les objectifs de la GR et du CI soient atteints ne dépend pas uniquement de la volonté de l'entreprise ou de sa direction. Les systèmes de GRCI sont affectés par des limites inhérentes à tout système et processus interne, notamment l'exercice du jugement, des déficiences liées à des défaillances techniques ou humaines et des incertitudes extérieures. Il est inévitable que certains risques ou certaines faiblesses ne soient pas anticipés ou détectés ;
- **surveiller ou s'assurer que les systèmes de gestion des risques sont proportionnels aux risques de l'entreprise impliquerait une évaluation d'ensemble de ces systèmes : les entreprises continuent à s'y opposer fermement** :
  - comme indiqué, de nombreux risques ne sont pas quantifiables ou mesurables ; certains peuvent même être difficiles à identifier; de la même façon, les effets des techniques d'atténuation des risques ne sont pas nécessairement mesurables ou ne sont pas mesurables à l'avance ;
  - il est approprié qu'une entreprise suive et adapte ses systèmes de GRCI et donc procède à des évaluations d'éléments sélectionnés. En revanche réaliser une évaluation périodique de l'ensemble de ces systèmes serait trop lourd et coûteux par rapport aux possibles avantages et d'une pertinence très limitée, en raison des caractéristiques des risques et des changements affectant continuellement la société et ses systèmes.

\*       \*

## ACTIONNAIRES

**(13) Veuillez indiquer quelles dispositions légales de l'UE sont susceptibles, selon vous, de favoriser un court-termisme inapproprié chez les investisseurs, et comment ces dispositions pourraient être modifiées afin de prévenir un tel comportement.**

Les entreprises partagent le point de vue du « *Reflection group on the future of EU company law* »<sup>5</sup> selon lequel l'obligation de publier des informations financières trimestrielles et les règles sur la « *fair value* » ont conduit à des comportements de court-terme.

Cependant, ce ne sont pas tant les dispositions légales existantes que l'absence d'encadrement de certaines pratiques qui favorisent le court-termisme. On peut citer à cet égard divers comportements sur les marchés :

- la pratique du prêt de titres pourrait permettre à l'emprunteur de voter dans le seul but d'influencer ponctuellement une assemblée générale, par exemple pour faire échec à une opération de rapprochement entre sociétés et sans, en contrepartie, supporter le risque économique puisque les titres sont revendus immédiatement ;
- en matière de *trading* haute fréquence, certaines pratiques dénoncées par l'AMF<sup>6</sup> dans son document « *Le trading de haute fréquence vu de l'AMF* », qui peuvent dans certains cas conduire à des comportements susceptibles d'abus de marché (consistant par exemple à accompagner, voire déclencher, une bulle de très court terme en espérant attirer des suiveurs, avant de déboucler la position). Ces pratiques devraient faire l'objet d'un plus grand encadrement dans le cadre de la révision de la directive abus de marché ;
- la pratique de certains *hedge funds* en période d'offre. Ainsi, en cas d'offre publique, l'actionnariat de la société cible peut être bouleversé par les fortes prises de participation à très court terme réalisées par certains *hedge funds* et financées grâce à un endettement massif. Cet endettement massif peut impacter l'issue de l'offre puisque ces *hedge funds* vont apporter leurs titres à l'offre pour que celle-ci soit rapidement clôturée et qu'ils puissent céder leurs titres dans les meilleurs délais.

Afin d'encourager l'actionnariat à long terme, le droit français donne la possibilité d'accorder des droits de vote double ou des dividendes majorés.

**Pour autant que l'assemblée générale extraordinaire ou les statuts le prévoient, un droit de vote double est accordé à tout actionnaire qui remplit un délai minimum de détention des actions** (2 ans au moins, avec la possibilité de fixer un délai supérieur) et sous réserve de justifier d'une inscription nominative tout au long de ce délai. Il ne remet donc pas en cause le principe de l'égalité des actionnaires.

Dans les sociétés au capital éclaté, le droit de vote double est avant tout conçu comme une prime de fidélité et un moyen pour inciter les actionnaires à se mettre au nominatif, ce qui permet à la société de mieux les connaître. Dans les sociétés contrôlées par un actionnariat familial ou entrepreneurial, il revêt une importance stratégique, car il conforte le contrôle de

---

<sup>5</sup> p.36 « short term v. long term in listed companies ».

<sup>6</sup> « Le trading de haute fréquence vu de l'AMF » disponible à l'adresse suivante : [http://www.amf-france.org/documents/general/9905\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9905_1.pdf)

l'actionnariat qui accompagne et soutient, le cas échéant, la stratégie financière et industrielle de la société.

Ainsi, loin d'être un facteur perturbateur des marchés financiers, il assure alors aux sociétés cotées la **stabilité** dont elles ont besoin pour pouvoir mener **une gestion s'inscrivant dans le moyen et long terme**.

Il est à noter qu'un avantage de cet ordre donné à l'actionnaire stable se retrouve dans la plupart des pays avec l'action sans droit de vote qui est très répandue, notamment aux Etats-Unis mais qui n'a jamais pu se développer en France pour des raisons juridiques et de marché. Le droit de vote double constitue un substitut à l'action sans droit de vote mais un substitut véritablement égalitaire car, d'une part tout actionnaire a vocation à l'acquérir, d'autre part en cas d'offre publique, il n'y a qu'un seul prix d'offre, que les actions aient ou non le droit de vote double (puisqu'elles le perdent dès qu'elles sont apportées à l'offre).

**S'agissant du dividende majoré**, les sociétés qui veulent avantager leurs actionnaires fidèles, ont la possibilité d'insérer dans leur statut une clause prévoyant que toute action inscrite sous la forme nominative au nom d'un même titulaire pendant une durée déterminée donne droit à un dividende majoré par rapport à celui versé aux autres actions. Afin d'éviter d'éventuels abus, le versement de ce dividende majoré est soumis notamment aux conditions suivantes :

- seuls peuvent bénéficier de cette mesure les actionnaires détenant leurs actions sous la forme nominative depuis deux ans au moins à la clôture de l'exercice et les ayant encore sous cette forme à la date de mise en paiement du dividende ;
- le taux de majoration du dividende qui doit être fixé dans les statuts ne peut excéder 10 % ;
- dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres donnant vocation au dividende majoré ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5 % du capital de la société.

Il convient de souligner que le rapport du « *Reflection group on the future of EU company law* » recommande que les statuts des sociétés puissent inclure des droits préférentiels pour favoriser l'actionnariat de long terme<sup>7</sup>.

**(14) Y a-t-il des mesures à prendre et, dans l'affirmative, lesquelles, en ce qui concerne l'évaluation des performances et les structures d'incitation des gestionnaires d'actifs qui gèrent les portefeuilles d'investisseurs institutionnels à long terme ?**

et

**(15) La législation de l'UE devrait-elle promouvoir un contrôle plus efficace des gestionnaires d'actifs par les investisseurs institutionnels en ce qui concerne les stratégies, les coûts, la négociation et le degré d'implication des gestionnaires d'actifs auprès des sociétés détenues ? Dans l'affirmative, comment ?**

Il conviendrait que la Commission européenne établisse une recommandation à l'attention des Etats membres destinée aux investisseurs institutionnels et aux gestionnaires d'actifs et qui serait fondée sur l'application du principe « *comply or explain* ». Cette recommandation (à l'instar de celles qui ont été adoptées en 2004 et 2005 sur les administrateurs indépendants et

<sup>7</sup> « Companies' Articles should be allowed to provide for long term shareholders preferential treatment. These benefits consists of: a) Enhanced voting rights b) Higher dividends ».

la rémunération des dirigeants) pourrait contenir un certain nombre de principes minimum qui servirait de fondement à l'élaboration d'un « stewardship code » au niveau national.

La Commission européenne devrait également s'assurer de la cohérence de cette recommandation avec l'ensemble des dispositifs réglementaires et législatifs applicables à l'industrie de la gestion d'actifs et aux investisseurs institutionnels.

S'agissant plus particulièrement des gestionnaires de fonds, ceux-ci pourraient être tenus notamment :

- d'adhérer à un code de conduite élaboré par la profession et homologué par le régulateur qui contiendrait en particulier des dispositions visant à prévenir et à gérer les conflits d'intérêts ;
- d'établir un rapport sur les investissements réalisés ;
- de divulguer leur politique de vote et la manière dont les votes ont été exercés ;
- de rendre publique la politique de rémunération des gérants de portefeuille et en particulier les critères d'assiette de la partie variable de cette rémunération de manière à permettre aux clients de vérifier qu'elle comporte également des éléments de long terme.

S'agissant des obligations fiduciaires des gestionnaires d'actifs, ces derniers devraient être tenus d'informer leurs clients des stratégies d'investissement et de s'assurer qu'elles sont adaptées au profil de l'investisseur tout au long du mandat.

**(16) Les règles de l'UE devraient-elles exiger une certaine indépendance de l'organe directeur des gestionnaires d'actifs, par exemple par rapport à sa société mère, ou d'autres mesures (législatives) sont-elles nécessaires pour renforcer la publication et la gestion des conflits d'intérêts ?**

Il est important que le principe de l'indépendance du gestionnaire d'actif notamment vis-à-vis de la société mère soit affirmé au niveau européen et de recommander des mesures de prévention des conflits d'intérêts assorties d'un mécanisme de contrôle.

En France, la réglementation<sup>8</sup> prévoit l'obligation d'établir et de maintenir opérationnelle une fonction de conformité efficace exercée de manière indépendante et qui a pour mission de contrôler et d'évaluer l'adéquation et l'efficacité des politiques, procédures et mesures mises en place visant à remédier à tout manquement aux obligations professionnelles. La fonction de conformité doit disposer de l'autorité, des ressources et de l'expertise nécessaires et de l'accès à toutes les informations pertinentes. Elle a également une mission de conseil.

En complément de l'obligation d'avoir un responsable de la conformité et du contrôle interne (RCCI), les gestionnaires d'actifs pour compte de tiers sont soumis à un code de déontologie élaboré par l'Association française de la gestion. Devenu norme de Place par décision du collège de l'AMF, il s'applique à l'ensemble des professionnels qui peuvent faire l'objet de sanctions de l'AMF en cas de non-respect de ces règles.

Ce code de déontologie prévoit différentes mesures. Le gestionnaire doit mettre en place un dispositif de prévention et de gestion des conflits d'intérêts qui doit notamment prévoir les mesures prises en vue de la prévention des conflits d'intérêts, notamment en ce qui concerne

<sup>8</sup> Articles 313-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

les incompatibilités de fonctions et la mise en place de « murailles de Chine » si cela apparaît nécessaire. Les « murailles de Chine » doivent notamment permettre une étanchéité entre les activités exercées au sein du gestionnaire ou de son groupe et donc de réduire le risque de conflits d'intérêts. L'existence de ces murailles doit faire l'objet d'un contrôle périodique.

En complément de ces mesures, le fait de divulguer la manière dont les votes ont été exercés constitue une mesure de transparence qui peut être utilisée pour prévenir des conflits d'intérêts potentiels.

**(17) Quelle serait la meilleure façon pour l'UE de favoriser la coopération entre actionnaires ?**

La Commission avance l'idée d'établir un système de sollicitation de procurations à l'échelon européen, en vertu duquel les sociétés cotées seraient tenues de mettre en place sur leur site web une fonction spécifique permettant aux actionnaires de placer des informations concernant certains points de l'ordre du jour et de solliciter des procurations d'autres actionnaires.

Cette proposition doit être rejetée. En effet, l'émetteur doit pouvoir conserver le contrôle et la maîtrise de toutes les informations qui figurent sur son site. En effet, une telle possibilité poserait plusieurs difficultés :

- celle de la responsabilité de l'émetteur en cas d'informations inexactes, trompeuses, voire même diffamatoires, figurant sur son site et pouvant induire en erreur les autres actionnaires ;
- celle du contrôle de la qualité d'actionnaires des personnes qui feraient figurer des informations sur le site. Même si cette faculté est subordonnée à l'obligation pour les personnes de justifier de leur qualité d'actionnaires, l'émetteur aura la plus grande difficulté à contrôler si ces derniers ont conservé cette qualité pendant toute la durée où l'information figure sur le site (les titres pouvant avoir été revendus immédiatement après leur publication sur le site).

En tout état de cause, l'introduction d'une telle possibilité devrait être accompagnée de la possibilité de saisir les tribunaux dans le cadre de procédures d'urgence (référé), voir même le régulateur, pour faire cesser des agissements préjudiciables à l'émetteur ou à la bonne information du marché. Cependant, de telles procédures judiciaires risquent d'être illusoire lorsque le défendeur sera localisé à l'étranger et "le mal sera fait" du fait de la publication erronée ou mensongère.

S'agissant de la sollicitation de mandats, les actionnaires ne sont pas dépourvus de moyens et développent leurs propres sites ainsi que des forums de discussion sur internet. Ils n'hésitent pas non plus à alerter les médias pour donner plus de publicité à leurs actions. Dans les assemblées générales des grandes sociétés françaises, on dénombre chaque année des résolutions émanant d'actionnaires qui recueillent, en se groupant, le pourcentage requis pour faire inscrire des projets de résolutions (0,5 % pour les grandes capitalisations).

- (18) La législation de l'UE devrait-elle imposer aux « proxy advisors » d'être plus transparents, par exemple sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et / ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite ? Dans l'affirmative, quelle est la meilleure manière de procéder ?**
- et
- (19) Estimez-vous que d'autres mesures (législatives) sont nécessaires, qui restreindraient par exemple la possibilité pour les « proxy advisors » de fournir des services de conseil aux sociétés détenues ?**

Les émetteurs français rencontrent des difficultés liées à l'activité de ces agences de conseil en vote, dont l'influence est très significative sur le vote des actionnaires. Celles-ci sont de trois ordres :

1. un dialogue insuffisant avec l'émetteur voir même une absence de dialogue. En effet, ces agences ne communiquent pas nécessairement le projet de rapport d'analyse à l'émetteur avant sa publication. Lorsque celui-ci est communiqué, la transmission intervient souvent très tardivement et il n'est laissé parfois que quelques heures à l'émetteur pour le revoir et communiquer ses observations. Dans certains cas, et compte tenu de l'absence de dialogue effectif, ces rapports d'analyse peuvent comporter des erreurs matérielles graves de nature à pénaliser fortement les émetteurs car elles sont susceptibles d'induire les investisseurs en erreur sans que ces agences supportent une quelconque responsabilité ;
2. des politiques de vote qui ne sont pas toujours adaptées au marché considéré. Alors que les émetteurs respectent le cadre réglementaire français ainsi que le code de référence AFEP-MEDEF, ces agences ajoutent leurs propres exigences par le biais des politiques de vote mises à jour chaque année, sans tenir compte des particularités du marché de cotation ou du système juridique français ;
3. des situations de conflits d'intérêts compte tenu de la multiplicité des activités de ces agences (conseils aux émetteurs, mise à disposition d'une plate-forme de vote, sollicitation de mandats...).

Après avoir consulté les parties prenantes, l'AMF a publié le 18 mars 2011 une recommandation sur les agences de conseil en vote qui préconise notamment une plus grande transparence dans l'élaboration et la communication de la politique de vote, un renforcement du dialogue avec les sociétés cotées qui passe notamment par la transmission à la société cotée du projet de rapport d'analyse pour commentaires éventuels et enfin des règles destinées à prévenir les conflits d'intérêts.

Cette recommandation est critiquée par certaines agences de conseil en vote. ISS, dans une lettre publiée sur son site, indique ne pas vouloir s'engager à respecter toutes les recommandations de l'AMF et notamment celles visant à prévoir un délai de 24 heures pour permettre à l'émetteur de revoir le projet de rapport d'analyse et indique : *“Consistent with our current practices, we will make good faith efforts to provide issuers who comply with the qualifying requirements of the AMF Recommendation with an advance copy of our research reports for fact checking purposes; however, in circumstances when voting deadlines, internal client cut-off dates and high meeting volumes in the peak of proxy season mean the*

*24 hour window for issuer will mean late delivery of a report to our clients, our obligations to our clients must take precedence”.*

Les émetteurs considèrent que la recommandation de l’AMF constitue une première étape et qu’il serait souhaitable, au niveau européen, de procéder à un encadrement de cette activité de conseil en vote. Les « *proxy advisors* », en raison de leurs activités transnationales, devraient être placés sous la régulation de l’Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) et tenus de respecter les règles minimum consistant à :

- veiller à ce que leurs politiques de vote soient claires, précises et accessibles et qu’elles prennent en compte les spécificités du marché considéré ;
- veiller à ce que leurs politiques de vote soient publiées dans un délai suffisant précédant les assemblées générales ;
- échanger préalablement avec les émetteurs dès la publication des projets de résolutions et spécialement lorsqu’il s’agit de sujets significatifs (nomination d’un nouveau dirigeant mandataire social, modifications statutaires importantes...) ;
- communiquer aux émetteurs, avec un délai suffisant pour en prendre connaissance (au moins 48 heures), le projet de rapport d’analyse des résolutions avant qu’il ne soit diffusé à leurs clients ou adhérents. En effet, les recommandations de vote se fondent parfois sur une mauvaise compréhension des objectifs poursuivis par la société, alors qu’un dialogue avec l’émetteur pourrait dissiper d’éventuels malentendus ;
- s’engager à ce que les informations diffusées aux clients soient exactes, précises et sincères ;
- offrir aux émetteurs la possibilité de faire figurer dans le rapport d’analyse leur point de vue sur les recommandations de vote avant diffusion aux clients ;
- rectifier sous leur responsabilité les erreurs qui seraient détectées et, si possible, avant la diffusion du rapport d’analyse au client ;
- déclarer sur leur site toutes les situations de conflits d’intérêts potentiels ainsi que les mesures raisonnables et appropriées visant à les prévenir ;
- mentionner expressément dans le rapport d’analyse d’éventuels liens d’intérêts avec la société dont ils analysent les résolutions, avec un ou des actionnaires qui ont soumis des points ou des projets de résolutions à l’ordre du jour à l’occasion de l’assemblée pour laquelle est émis un rapport d’analyse, avec les personnes qui contrôlent directement ou indirectement la société ou les actionnaires visés précédemment.

Ces principes pourraient être inscrits dans une recommandation de la Commission européenne qui servirait de fondement à l’élaboration au niveau national d’un « *stewardship code* ».

**(20) Jugez-vous nécessaire de créer un mécanisme européen technique ou juridique pour aider les émetteurs à identifier leurs actionnaires afin de faciliter le dialogue sur les questions de gouvernance d’entreprise ? Si oui, pensez-vous que cela favoriserait également la coopération entre investisseurs ? Détaillez votre réponse (objectif(s) poursuivi(s), instrument préconisé, fréquence, niveau de détail et répartition des coûts, etc.).**

Le droit français prévoit un régime d’identification des actionnaires qui n’existe pas dans tous les pays européens, notamment chez ceux qui n’ont pas favorisé la détention de titres au

nominatif. Il est prévu le régime du TPI (titres au porteur identifiable) qui permet à un émetteur d'interroger le dépositaire central sur l'identité des titulaires de titres.

Le dépositaire central recueille les renseignements auprès des établissements teneurs de compte-conservateurs qui lui sont affiliés. Ces derniers disposent de dix jours ouvrables pour répondre. Les renseignements sont ensuite transmis à l'émetteur. En pratique, et afin de remonter la chaîne des intermédiaires étrangers, l'émetteur fait ensuite appel à un prestataire pour réaliser des études plus complètes.

Cette étude est très coûteuse et ne permet d'avoir qu'une photographie approximative à un instant donné. Pour les titres au nominatif détenus par des non-résidents, ces derniers peuvent faire l'objet d'une inscription en compte au nom d'un intermédiaire chargé de la conservation et de la gestion de ces titres. L'intermédiaire doit, au moment de l'ouverture des comptes, déclarer sa qualité d'intermédiaire détenant des titres pour le compte de non-résidents. La société est ensuite en droit de demander à cet intermédiaire de lui fournir l'identité ainsi que la quantité de titres détenus par ces non-résidents sous peine de sanctions (privation de droits de vote jusqu'à la date de régularisation de l'identification et paiement du dividende différé jusqu'à cette date).

Les entreprises estiment essentiel que des travaux soient entrepris au niveau européen pour faciliter la connaissance par les émetteurs de leur actionnariat, en particulier lorsque les actions sont détenues par un actionnaire étranger au travers d'une chaîne d'intermédiaires situés dans différents pays. Les difficultés rencontrées par les émetteurs pour connaître leurs actionnaires augmentent significativement avec le développement de l'actionnariat étranger.

Pour résoudre efficacement ce problème, il conviendrait qu'un texte européen affirme, d'une part, le droit pour les émetteurs de connaître leurs actionnaires ultimes et, d'autre part, l'obligation pour les teneurs de comptes de communiquer à l'émetteur, à sa demande, l'identité des bénéficiaires des comptes (cette obligation de communication doit prévaloir sur d'autres dispositions nationales qui interdisent, dans certains pays, aux banques de dévoiler l'identité de l'actionnaire à l'émetteur). Ceci suppose de se mettre d'accord au préalable sur ce que l'on entend par « actionnaire », la définition n'étant pas la même dans la directive sur les droits des actionnaires<sup>9</sup> (article 2 (b)) ou dans la directive Transparence<sup>10</sup> (article 2 (1 e)).

L'actionnaire doit être non seulement la personne physique ou morale reconnue comme actionnaire par le droit applicable à l'émetteur mais aussi celle qui est détentrice des droits de vote et du droit aux dividendes. Ceci suppose que l'on se mette d'accord également sur les notions de « *account holder* », « *account provider* », « *intermediary* »... pour déterminer sur quels intermédiaires de la chaîne pèserait l'obligation.

Les émetteurs ont toutefois constaté que les principales difficultés viennent souvent du système de détention des titres aux Etats-Unis particulièrement complexe et opaque. Cette

---

<sup>9</sup> Directive droit des actionnaires : « on entend par actionnaire : une personne physique ou morale qui est reconnue comme actionnaire par le droit applicable ».

<sup>10</sup> Directive transparence : « détenteurs d'actions : toute personne physique ou morale régie par le droit privé ou public, qui détient directement ou indirectement :

- i) des actions de l'émetteur en son propre nom et pour son propre compte ;
- ii) des actions de l'émetteur en son propre nom mais pour le compte d'une autre personne physique ou morale ;
- iii) des certificats représentatifs de valeurs mobilières, auquel cas le détenteur du certificat représentatif est considéré comme le détenteur des actions sous-jacentes représentées par le certificat ».

question pourrait faire l'objet d'accords internationaux.

**(21) Pensez-vous qu'il soit nécessaire d'accorder aux actionnaires minoritaires des droits supplémentaires pour représenter efficacement leurs intérêts dans les entreprises ayant des actionnaires de contrôle ou des actionnaires dominants ?**

Il ne pourrait être répondu à la nécessité d'accorder des droits supplémentaires aux actionnaires minoritaires qu'après avoir mené une étude approfondie des droits existants dans les différents Etats membres.

Certains droits ont déjà été harmonisés comme ceux résultant de la directive sur les OPA qui impose l'obligation de déclenchement d'une offre publique en cas de changement de contrôle pour permettre aux actionnaires minoritaires de céder leurs titres ou encore le dispositif de squeeze out / sell out qui organise la sortie des minoritaires moyennant la garantie d'un juste prix. On peut citer également ceux résultant de la directive sur les droits des actionnaires qui prévoit le droit de poser des questions par écrit à l'occasion des assemblées générales ainsi que le droit pour des actionnaires représentant une certaine quotité du capital de demander l'inscription de points ou de projets de résolutions à l'ordre du jour d'une assemblée.

En France, et en vue d'assurer un fonctionnement harmonieux de la société, le législateur a mis en place un arsenal de dispositions destinées à protéger les droits des minoritaires.

Parmi ces mesures qui relèvent essentiellement de la « *hard law* », on peut citer notamment :

- **la possibilité pour les actionnaires d'une société cotée sur un marché réglementé de se regrouper au sein d'une association destinée à représenter leurs intérêts dans la société.** Ces associations sont habilitées à exercer les mêmes droits que les actionnaires minoritaires qui disposent de 5 % du capital (cf. ci-après) ;
- **l'expertise de gestion** : droit pour des actionnaires représentant au moins 5 % du capital et dans les sociétés cotées, les associations d'actionnaires, de poser par écrit au président du conseil d'administration des questions sur une ou plusieurs opérations de gestion de la société ; à défaut de réponse, ou d'éléments de réponse satisfaisants, ces actionnaires peuvent demander en justice la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion ;
- **la procédure d'alerte** : droit pour un ou plusieurs actionnaires représentant 5 % du capital ou une association d'actionnaires, de poser deux fois par exercice des questions au président sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation. La réponse est communiquée aux commissaires aux comptes ;
- **la convocation de l'assemblée générale** : ce droit n'est pas direct ; des actionnaires réunissant au moins 5 % du capital ou une association d'actionnaires peuvent demander en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée ;
- **la récusation ou le relèvement des commissaires aux comptes** : ces droits sont ouverts à un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5 % du capital ou une association d'actionnaires. La première procédure tend à récuser un commissaire aux comptes suspecté, dès son entrée en fonctions, de manquer d'indépendance vis-à-vis de la majorité qui l'a désigné et la seconde est destinée à révoquer un commissaire en cas de faute ou d'empêchement dans l'exercice de ses fonctions ;

- **L'exercice de l'action sociale en responsabilité contre les administrateurs** : la loi autorise un actionnaire agissant individuellement à intenter l'action sociale. Les actionnaires peuvent aussi se grouper en chargeant un ou plusieurs d'entre eux de les représenter. Pour pouvoir se grouper, les actionnaires doivent représenter au moins 5 % du capital (ce pourcentage est dégressif pour tomber à 0,5 % pour les grandes capitalisations).

En complément de ces droits, il existe pour les actionnaires minoritaires des mesures de protection. On peut citer ainsi, à l'occasion d'opérations de fusion, l'obligation de nomination d'un expert indépendant chargé notamment de se prononcer sur le rapport d'échange des droits sociaux, ainsi que sur la valeur des apports en nature et des avantages particuliers éventuellement transférés et de garantir de ce fait qu'il n'y a pas eu de surévaluation. On peut citer également le mécanisme encadrant les conventions avec les parties liées (voir infra question 22).

Par ailleurs, des procédures judiciaires existent lorsque la majorité se rend coupable d'abus. Selon la Cour de cassation, il y a abus de majorité lorsque la décision litigieuse a été prise contrairement à l'intérêt social et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de ceux de la minorité. La sanction peut consister dans l'octroi de dommages-intérêts mais les tribunaux n'hésitent pas à prononcer la nullité de la décision abusive (par exemple, annulation d'une mise en réserve systématique des bénéfices).

**(22) Pensez-vous que les actionnaires minoritaires ont besoin d'une plus grande protection en ce qui concerne les transactions entre parties liées ? Dans l'affirmative, quelles mesures pourraient être prises ?**

Au niveau européen, les règles sur les relations avec les parties liées sont traitées dans les directives comptables qui prévoient essentiellement des règles de transparence. L'annexe des comptes sociaux et des comptes consolidés doit préciser les transactions effectuées par la société (ou par toute autre société incluse dans le périmètre de consolidation lorsqu'il s'agit de l'annexe des comptes consolidés) avec les parties liées, y compris le montant de ces transactions, la nature de la relation avec la partie liée et si ces transactions ont une importance significative et n'ont pas été conclues aux conditions normales du marché. De ce fait, il existe une très grande hétérogénéité des dispositifs juridiques applicables dans les Etats membres. Certains Etats prévoyant des dispositifs d'approbation de ces conventions par l'assemblée des actionnaires, d'autres non.

Le droit français très complet à cet égard a mis en place, pour assurer le respect de la règle de l'égalité des actionnaires, une procédure de contrôle en plusieurs phases :

- le conseil d'administration est informé par le mandataire social ou l'actionnaire intéressé de l'existence d'une convention ;
- le conseil statue sur l'autorisation sollicitée ; l'autorisation suppose une véritable délibération ;
- le président du conseil d'administration avise les commissaires aux comptes des conventions autorisées ;

- les commissaires aux comptes présentent un rapport spécial à l’assemblée générale qui donne des indications sur la nature et l’objet des conventions, le nom des personnes intéressées, les modalités essentielles de ces conventions. Le rôle d’information dévolu aux commissaires aux comptes est important et vise particulièrement les actionnaires minoritaires ;
- au vu de ce rapport, l’assemblée générale approuve ou désapprouve les conventions et l’intéressé ne peut pas prendre part au vote.

Le fait que les « personnes intéressées » ne prennent pas part au vote en conseil et en assemblée générale permet également de protéger les minoritaires.

Cependant, tant dans la détermination de son champ d’application que dans sa mise en œuvre, le dispositif est souvent trop complexe ; en particulier le contour de la notion d’intérêt indirect est mal défini.

**(23) Y a-t-il des mesures à prendre et, dans l’affirmative, lesquelles, pour promouvoir au niveau de l’UE la participation des salariés au capital ?**

L’AFEP souscrit à l’objectif de la Commission européenne de créer un environnement favorable au développement de la participation financière, en particulier de l’actionnariat salarié. En effet, ce dernier est un facteur important de motivation et de cohésion dans les groupes, car il permet d’accroître le sentiment d’appartenance à l’entreprise quel que soit le pays dans lequel les salariés exercent leur activité, et de renforcer leur implication, notamment pour ceux qui sont loin du siège de direction.

Par ailleurs, comme le souligne la Commission, l’actionnariat salarié permet de contribuer à accroître la proportion des actionnaires ayant une vision de long terme.

Les entreprises soulignent que les difficultés rencontrées par les grandes entreprises ne se limitent pas aux frontières de l’Europe car les plans d’actionnariat peuvent bénéficier à l’ensemble des salariés des sociétés du groupe implantées dans les différents pays du monde : la problématique est donc mondiale. Des solutions qui seraient apportées rapidement au plan européen constitueraient néanmoins une amélioration utile à la construction du marché unique et de l’Europe sociale.

**I. Les obstacles à la diffusion de la participation financière des salariés en Europe**

L’AFEP tient à détailler les principales disparités du cadre juridique, fiscal et social qui entraînent des difficultés dans la mise en place, au sein d’un groupe, d’une opération d’épargne salariale, qu’elle soit mondiale ou européenne. Ces disparités sont les suivantes :

- la **variété des supports d’investissement** : les fonds communs de placement d’entreprise (FCPE) proposés par les sociétés françaises ne permettent pas de collecter les souscriptions de tous les salariés en Europe. En effet, dans certains pays, comme l’Allemagne ou l’Italie, il existe des difficultés importantes pour que les salariés puissent être porteurs de parts d’un FCPE français. Il est alors nécessaire de passer par

l'actionnariat direct ou un trust, ce qui rend la compréhension et la gestion du dispositif plus complexes et augmente son coût ;

- la différence de **qualification des avantages** tels que la **décote** sur le prix de souscription des actions et l'**abondement** (la participation de l'employeur à l'effort d'épargne du salarié) : la qualification de salaire dans certains Etats membres entraîne l'imposition immédiate de l'avantage (fiscal et social). A l'inverse, d'autres Etats membres exonèrent la décote et l'abondement sous réserve du respect d'une période de blocage et dans le cadre d'un montant généralement plafonné. Il en résulte que les salariés ne sont pas nécessairement incités à ce type d'épargne dès lors que la fiscalité constitue un surcoût... ;
- les difficultés liées à la **mobilité des salariés** : le traitement fiscal applicable lors de l'entrée dans un régime d'épargne peut être remis en cause en cas de changement de la résidence fiscale du salarié. Cette situation peut conduire à une double imposition ou dans certains cas à une double exonération de l'avantage. Sauf exception, ces cas ne sont pas pris en compte par les conventions internationales. Il en résulte un frein à la mobilité des salariés ;
- la disparité des **durées de blocage** des titres qui peut varier de 0 à 10 ans. Cela crée une distorsion de traitement selon le pays de résidence du bénéficiaire ;
- à cela s'ajoute la disparité des **cas de déblocage anticipé** : certains Etats membres permettent de déroger à la durée de blocage tout en accordant un avantage fiscal et social lors de la survenance d'événements variés tels que mariage, décès... tandis que d'autres Etats membres ne prévoient rien en ce sens ;
- l'absence d'uniformité dans la définition des **salariés éligibles** : à titre d'exemple, certains Etats membres n'exigent pas une condition minimum d'ancienneté dans l'entreprise pour accéder au dispositif, tandis que d'autres l'imposent pour des durées d'ancienneté variables selon les pays ; de la même façon, certains Etats membres permettent la participation des retraités à une opération d'actionnariat salarié, ou la conservation des parts ou actions dans un fonds, tandis que d'autres Etats membres l'interdisent ;
- la différence concernant les **plafonds de souscription** conduit à une disparité de traitement entre les bénéficiaires selon leur pays de résidence qui est souvent mal comprise à l'intérieur d'un groupe ;
- la variété des règles de **représentation des actionnaires salariés** d'un pays à l'autre contribue, elle aussi, à alourdir la gestion de ces plans.

## II. Les solutions préconisées pour lever les obstacles

Il pourrait être plus réaliste d'encourager, dans un premier temps, les mécanismes de **reconnaissance mutuelle** et d'assurer **une harmonisation a minima de certaines règles cadres jugées essentielles** pour les entreprises. Un tel projet, ramené à de justes proportions, permettrait de répondre aux souhaits des entreprises d'obtenir rapidement des simplifications pour mettre en œuvre des plans d'actionnariat salarié en Europe.

- **des principes d'harmonisation minimum sur la décote (ou rabais) ou sur la participation de l'employeur à l'effort d'épargne du salarié**

Il serait nécessaire qu'au niveau européen soit affirmée la possibilité d'accorder, si l'entreprise le décide, une **décote** (ou rabais) sur le prix de souscription des actions, en franchise d'impôt

et de cotisations sociales, à l'intérieur d'une enveloppe dont le maximum serait par exemple de 20 %, ainsi que la possibilité de distribuer des actions ou des bons de souscription gratuits.

Certains Etats membres ont mis en place un dispositif exonérant d'impôt et de cotisations sociales, dans certaines limites, **les versements complémentaires de l'employeur** lorsque le salarié souscrit à l'augmentation de capital. Certains Etats membres ne reconnaissent pas cette participation (et la traitent fiscalement et socialement comme un salaire dès l'attribution), tandis que d'autres la nomment bonification ou encore abondement. Bien qu'il s'agisse d'une mesure fiscale, voire touchant les cotisations sociales, et relevant donc de l'unanimité, la Commission pourrait utilement recommander aux Etats membres l'instauration d'un seuil minimum d'exonération, permettant ainsi d'associer l'employeur à l'effort d'épargne du salarié dans des conditions financièrement acceptables pour l'entreprise.

Une autre solution serait d'harmoniser le moment auquel intervient la taxation. En effet, dans certains Etats membres, le fait d'imposer le salarié immédiatement sur la décote ou l'abondement au moment de l'attribution ne constitue pas un mécanisme incitatif. Il conviendrait au minimum d'imposer aux Etats membres de reporter la taxation au moment de la cession des titres lorsque les salariés réalisent un gain ;

– **la définition des salariés éligibles**

Il conviendrait de rechercher un certain degré d'homogénéité dans la définition des salariés éligibles au plan d'actionnariat. Ainsi, la société mère émettrice pourrait imposer certaines conditions telles que la reconnaissance du critère d'ancienneté ou de présence minimum pour bénéficier du dispositif, ou encore éventuellement la possibilité de faire participer également les retraités, les anciens salariés...De telles conditions seraient alors considérées comme valables par les autres Etats ;

– **la définition des entreprises entrant dans le périmètre du plan d'actionnariat**

Il conviendrait de proposer que ces opérations puissent être réalisées au sein d'un groupe d'entreprises incluses dans le même périmètre de consolidation des comptes. Les Etats membres auraient la possibilité d'élargir la définition du groupe à d'autres sociétés, par exemple celles ayant un lien en capital d'au moins 10 %. La société émettrice choisirait, dans la limite du périmètre retenu, les sociétés bénéficiaires du plan d'actionnariat ;

– **la possibilité pour des fonds communs de placement d'entreprise constitués essentiellement en actions d'une même entreprise d'être agréés au niveau européen**

Alors qu'il est possible pour des salariés français d'acquérir des parts de FCPE investies en actions d'une même entreprise et ce, en dehors des mécanismes d'augmentation de capital réservée, la mise sur le marché au profit des salariés étrangers de ces parts nécessite un accord des différentes autorités locales. Il serait souhaitable que ces fonds, bien qu'investis à plus de 10 % en titres de l'entreprise, puissent être agréés au niveau européen.

Le principal avantage de ce système est de permettre aux salariés un investissement en continu de leur épargne avec la possibilité de bénéficier d'un abondement.

\* \*

**(24) Estimez-vous que les entreprises dérogeant aux recommandations des codes de gouvernance d'entreprise devraient être tenues de fournir des explications détaillées sur ces dérogations et de décrire les solutions de remplacement adoptées ?**

Tout d'abord, les entreprises insistent sur leur attachement au principe « comply or explain » qui a fait ses preuves et dont l'efficacité ne peut être mise en cause. Les rapports qui ont été publiés sur l'application des recommandations du code AFEP-MEDEF, qu'ils émanent de l'AFEP et du MEDEF ou de l'AMF, montrent chaque année les progrès accomplis. De plus, étant donné la très grande diversité des sociétés cotées, il ne serait pas souhaitable d'imposer des modes d'organisation et de fonctionnement formalisés et identiques à tous les conseils d'administration. La possibilité de s'écarter d'une recommandation à condition d'en justifier les raisons offre la souplesse nécessaire.

L'AMF dans son rapport 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants souligne que *« près de 80 % des sociétés qui déclarent écarter une disposition du code en matière de gouvernement d'entreprise le justifient. S'agissant des explications données, l'AMF rappelle que lorsqu'un ou plusieurs critères du référentiel auquel il est fait référence ne sont pas respectés, la loi demande de mettre clairement en exergue ces critères et de justifier ce choix, de manière à respecter les impératifs de transparence et du principe « appliquer ou expliquer ».*

L'AFEP partage le point de vue de la Commission selon lequel il existe des marges de progression sur la qualité des justifications apportées mais tient à souligner que ces règles sont relativement récentes et que les sociétés améliorent chaque année leur communication sur ce sujet.

L'idée de décrire la solution de remplacement adoptée, sur le modèle suédois, permet de montrer l'intérêt que la société accorde au respect des principes de gouvernement d'entreprise en recherchant la solution la plus adaptée à son mode de fonctionnement. Toutefois, il ne semble pas qu'il faille l'ériger en règle générale car il n'existe pas nécessairement une solution de remplacement pertinente pour toute recommandation dont l'application est écartée. Prenons l'exemple d'une société qui ne retient pas le critère de douze ans du code AFEP-MEDEF afin de déterminer la qualité d'administrateur indépendant car elle estime que l'exercice d'un mandat pendant plus de douze ans ne fait pas perdre sa qualité d'indépendant au membre concerné, celle-ci se mesurant également à son expérience, sa compétence, son autorité et sa bonne connaissance de la société. Quelle serait dans cette hypothèse la solution de remplacement pertinente ?

Prenons également l'exemple d'une société qui ne respecte pas la durée recommandée des mandats qui est de quatre ans estimant qu'une durée trop courte n'est pas souhaitable en raison de la longueur du cycle de ses activités. Quelle pourrait être, là aussi, la solution de remplacement pertinente ?

Enfin, dans de nombreux cas, la société indique qu'elle n'a pu mettre en œuvre telle recommandation mais qu'elle s'y conformera lors du prochain exercice ou à l'occasion du prochain renouvellement de mandats de ses administrateurs. Ceci constitue une explication qui se suffit à elle-même sans qu'il soit nécessaire de mentionner une solution de remplacement.

En réalité, la véritable sanction en cas de non-conformité des règles de gouvernement d'entreprise ou d'explications jugées insuffisantes est celle éventuellement prononcée par le marché.

**(25) Estimez-vous que les organismes de contrôle devraient être autorisés à vérifier la qualité informative des explications fournies dans les déclarations de gouvernance d'entreprise et à exiger des entreprises qu'elles complètent ces explications, le cas échéant ? Si oui, quel devrait être leur rôle précis ?**

Pour assurer le suivi de la mise en œuvre du code AFEP-MEDEF, trois mesures sont déjà prévues :

- un rapport annuel de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise qui peut en outre « *approuver toute recommandation qu'elle juge utile* » ; à l'occasion de son septième rapport sur le gouvernement d'entreprise, l'AMF a constaté « *des évolutions positives sur un grand nombre de sujets. Ces résultats encourageants constituent le signe d'une progression continue des pratiques des sociétés françaises en la matière* » ;
- un engagement de l'AFEP et du MEDEF de publier chaque année un rapport sur les informations rendues publiques par les sociétés du SBF 120. Ce rapport a été établi pour les exercices 2008 et 2009 et un troisième rapport sera établi pour l'exercice 2010 ; il montre également les progrès accomplis par les entreprises et met en évidence les explications données par les sociétés lorsqu'elles s'écartent de l'une ou l'autre recommandation ;
- la possibilité pour l'AFEP et le MEDEF de saisir les dirigeants lorsqu'il est constaté qu'une société n'applique pas l'une des recommandations. Cette faculté a été ponctuellement mise en œuvre par voie écrite et a été utilisée de manière plus informelle, dans certains cas.

S'agissant plus particulièrement des autorités de contrôle, leur rôle doit être de vérifier, comme le souligne la Commission, si les informations sont suffisamment informatives et complètes. Ces autorités sont tout à fait dans leur rôle lorsque les recommandations de ces autorités portent sur la transparence de l'information destinée aux investisseurs et au marché. En revanche, il doit être clarifié qu'il ne leur appartient pas d'émettre de nouvelles recommandations allant au-delà des exigences législatives, réglementaires ou figurant dans les codes, ni de transformer « de bonnes pratiques » relevées à l'occasion de leur rapport en normes applicables à l'ensemble des entreprises. Les sociétés ont, en effet, besoin d'un cadre stable et sûr en matière de gouvernance.

Cependant, en définitive, le contrôle appartient aux actionnaires qui ont la possibilité de sanctionner par un vote négatif les mauvaises pratiques relevées en matière de gouvernance.

**APPENDIX: EUROPEAN EXISTING REQUIREMENTS RELATING TO RISKS AND RISK MANAGEMENT**

SOURCES	SCOPE	REQUIREMENTS			LOCATION OF INFORMATION	ROLE OF COMPANIES' BOARDS / COMMITTEES (IF ANY)
		INFORMATION ON RISKS	Internal control and risk management systems	Other information requirements		
4 <sup>th</sup> Company Law Directive  Annual accounts and annual report.	All types of companies covered by the 4 <sup>th</sup> Directive, except for Art. 46a 1. (c): companies having their securities admitted to trading on a regulated market.	Art. 46 1. (a): description of the principal risks and uncertainties faced.  Art. 46 2. (f), in relation to the use of financial instruments and, where material:  - the company's financial risk management objective and policies;  - the company's exposure to price risk, credit risk, liquidity risk and cash flow risk.	Art. 46a 1. (c): description of the main features of the company's internal control and risk management systems in relation to the financial reporting process (corporate governance statement included as a specific section of the annual report or, if permitted by the competent Member State, separate report published together with the annual report).	Art. 2 3. and 4.: the annual accounts shall give a true and fair view of the company's assets, liabilities, financial provision and profit or loss. Additional information must be given, where the application of the Directive would not be sufficient to give a true and fair view.  Art. 46 1. (b): to the extent necessary for an understanding of the company's development, or position, financial and, where appropriate, non-financial key performance indicators relevant to the particular business.	Art. 46 and 46a: annual report or, for article 46a, if permitted by the competent Member State, separate report published together with the annual report.	Art. 50b and c – Duty and liability for drawing up and publishing the annual accounts, the annual report and, when provided separately, the corporate governance statement.  Within the competences assigned to them by national law, collective duty, and liability, of the members of the administrative, management and supervisory bodies of the company to ensure that they are drawn up and published in accordance with the requirements of the Directive and, where applicable, in accordance with the international accounting standards adopted in the European Union (EU).
7 <sup>th</sup> Company Law Directive	All types of companies covered by the 7 <sup>th</sup>	Art. 36 (1): description of the principal risks and uncertainties faced.	Art. 36 (2)(f): description of the main features of the group's internal	Art. 16 3. and 4.: consolidated accounts shall give a true and	Art. 36 and 36 2. (f): consolidated	Art. 36a and b – Duty and liability for drawing up and publishing the consolidated

SOURCES	SCOPE	REQUIREMENTS			LOCATION OF INFORMATION	ROLE OF COMPANIES' BOARDS / COMMITTEES (IF ANY)
		INFORMATION ON RISKS	Internal control and risk management systems	Other information requirements		
Consolidated accounts and consolidated annual report.	Directive, except for Art. 36 (2)(f): undertakings having their securities admitted to trading on a regulated market.	<p>Art. 36 (2) (e)</p> <p>In relation to the use of financial instruments and, where material:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- the financial risk management objective and policies of the undertakings;</li> <li>- the exposure to price risk, credit risk, liquidity risk and cash flow risk.</li> </ul>	control and risk management systems in relation to the process for preparing consolidated accounts.	<p>fair view of the assets, liabilities, financial provision and profit or loss of the undertakings included therein taken as a whole. Additional information must be given, where the application of the Directive would not be sufficient to give a true and fair view.</p> <p>Art. 36 (1): to the extent necessary for an understanding of the development and performance of the business and of the position of the undertakings included in the consolidation taken as a whole, financial and, where appropriate, non-financial key performance indicators relevant to the particular business.</p>	annual report or, for art. 36 2. (f) if permitted under art. 46a of the 4 <sup>th</sup> Directive (see above), separate report published together with the annual report.	<p>accounts, the consolidated annual report and, when provided separately, the corporate governance statement</p> <p>Within the competences assigned to them by national law, collective duty, and liability of the members of the administrative, management and supervisory bodies of the undertaking to ensure that they are drawn up and published in accordance with the requirements of the Directive and, where applicable, in accordance with the international accounting standards adopted in the EU.</p>

SOURCES	SCOPE	REQUIREMENTS			LOCATION OF INFORMATION	ROLE OF COMPANIES' BOARDS / COMMITTEES (IF ANY)
		INFORMATION ON RISKS	Internal control and risk management systems	Other information requirements		
8 <sup>th</sup> Directive on Statutory Audits	Art. 41 2. (b): Public-interest entities, including entities whose transferable securities are admitted to trading on a regulated market, credit institutions, insurance undertakings and, where applicable, other entities of significant public relevance designated by Member States because of the nature of their business, their size or the number of their employees.		Art. 41 2. (b): Monitor the effectiveness of the company's internal control, internal audit where applicable, and risk management systems.			Art. 41 2. (b): <ul style="list-style-type: none"> <li>- audit committee, without prejudice of the responsibility of the members of the administrative, management and supervisory bodies;</li> <li>- body performing equivalent functions or administrative or supervisory body as a whole, in the case of exemption from an audit committee under article 41 1. and 5..</li> </ul>
Transparency Directive Art. 4 2. (c) (annual financial report) and art. 5 2. (c) and 4 (half-yearly financial	Issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market situated or operating within a Member State.	Art. 4 2. (c) (annual financial report) and art. 5 2. (c) and 4 (half-yearly financial report): <ul style="list-style-type: none"> <li>- Description of the principal risks and</li> </ul>			Annual and half-yearly financial reports.	Art. 4 2. (c) (annual financial report) and art. 5 2. (c) and 4 (half-yearly financial report): statements made by the persons responsible within the issuer ("whose names and functions shall be clearly indicated").

SOURCES	SCOPE	REQUIREMENTS			LOCATION OF INFORMATION	ROLE OF COMPANIES' BOARDS / COMMITTEES (IF ANY)
		INFORMATION ON RISKS	Internal control and risk management systems	Other information requirements		
report)		<p>uncertainties (faced/for the remaining six months of the financial year);</p> <p>- Statements about:</p> <p>. the true and fair view of the assets, liabilities, financial position and profit or loss of the issuer and the undertakings included in the consolidation taken as a whole;</p> <p>. the fair review of their development, performance and position.</p>				<p>Article 7 Responsibility and liability</p> <p>Members States shall ensure that the responsibility for the information to be drawn up and made public lies at least with the issuer or its administrative, management or supervisory bodies and shall ensure their laws, regulations and administrative provisions on liability apply to the issuers, the bodies referred to above or the persons responsible within the issuer.</p>
Regulation (EC) on the application of international accounting standards and IFRS, in particular IAS 1 Presentation of Financial Statements, IAS 37 Provisions, Contingent Liabilities and	Companies whose securities are admitted to trading on a regulated market of any Member State, for their consolidated accounts.	- Under IAS 37, in addition to the provisions that the entities concerned include in their balance sheets, entities are required to disclose contingent liabilities, i.e. possible obligations whose existence will be confirmed by uncertain future	IFRS 7 requires inter alia disclosure of qualitative information about exposure to risks arising from financial instruments. The disclosures describe management objectives, policies and processes for managing those risks.	Under IAS 1, financial statements must present fairly the financial position, financial performance and cash flows of an entity.  Compliance with IFRSs is presumed to result in financial statements that achieve a fair	Consolidated accounts.	Please refer above to art. 36a and b of the 7 <sup>th</sup> Directive, regarding the responsibility and liability for the consolidated accounts.

SOURCES	SCOPE	REQUIREMENTS			LOCATION OF INFORMATION	ROLE OF COMPANIES' BOARDS / COMMITTEES (IF ANY)
		INFORMATION ON RISKS	Internal control and risk management systems	Other information requirements		
Contingent Assets and IFRS 7 Financial Instruments: Disclosures.		<p>events (unless the possibility of an outflow of economic resources is remote);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- IFRS 7, which specifies disclosure for financial instruments, applies to all risks arising from all financial instruments of all entities.</li> </ul>		<p>presentation.</p> <p>An entity whose financial statements comply with IFRSs shall make an <i>explicit and unreserved statement of such compliance</i>.</p>		
Prospectus Directive (D) and Regulation (R)	Securities offered to the public or admitted to trading on a regulated market situated or operating within a Member State.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- D Art. 5 2. : summary conveying the essential characteristics and risks associated with the issuer, any guarantor and the securities;</li> <li>- R Annex I § 4.: prominent disclosure of risk factors that are specific to the issuer or the industry in a section headed "Risk Factors".</li> </ul>			Prospectus, including a summary and a declaration by the person(s) responsible (D Art. 6) that the information contained is in accordance with the facts and that the prospectus makes no omission likely to affect its import (subject to D art. 8).	D Art. 6 Responsibility attaching at least to the issuer or its administrative, management or supervisory bodies, the offeror, the person asking for admission to trading on a regulated market or the guarantor, as the case may be (names and functions/registered offices shall be clearly identified).

SOURCES	SCOPE	REQUIREMENTS			LOCATION OF INFORMATION	ROLE OF COMPANIES' BOARDS / COMMITTEES (IF ANY)
		INFORMATION ON RISKS	Internal control and risk management systems	Other information requirements		
Market Abuse Directive	Financial instruments admitted to trading on a regulated market in at least a Member State, or for which a request for admission to trading has been made; financial instruments not admitted to trading, but whose value depends on a financial instrument as referred above.			Art. 1 and 6 of Directive 2003/6 of 28/01/2003  Inform the public as soon as possible of inside information, i.e. "information of a precise nature (...) relating to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments.	Includes posting on the issuer's Internet site of all inside information that the issuer is required to disclose publicly.	

\* \*  
\*