

Avril à Juin 2018

Le présent numéro de la Lettre de la Gouvernance s'ouvre sur une **interview de Jean-Dominique Senard**, Président de Michelin et récent co-auteur avec Nicole Notat du rapport intitulé « L'entreprise, objet d'intérêt collectif » remis le 9 mars dernier. Ce rapport a eu un écho considérable et plusieurs de ses propositions vont trouver une traduction législative grâce au projet de loi « Pacte » dont il sera question plus loin. Compte tenu du débat très nourri et des nombreuses prises de position auxquelles celles-ci ont déjà donné lieu, il a paru préférable de concentrer les **questions posées sur des sujets de gouvernance moins souvent abordés mais aux effets également importants pour les entreprises**, comme, par exemple, la demande d'une « super majorité » par des investisseurs pour l'adoption de certaines résolutions, la périodicité souhaitable de la révision du code Afep-MEDEF, le prêt-emprunt de titres peu avant l'assemblée générale ou encore l'influence des agences de conseil en vote.

Les réponses apportées par Jean-Dominique Senard à ces questions et à plusieurs autres fournissent une **contribution très précieuse aux réflexions nécessaires sur certains aspects de la gouvernance d'entreprise aujourd'hui**.

La première synthèse de lecture présente les **modifications apportées au code Afep-Medef** qui vient d'être à nouveau révisé. Les deux organisations professionnelles ont **mis à jour le code sur plusieurs points importants**. Parmi ceux-ci, les **missions du conseil** sont mises en avant et développées dans son premier article, l'indépendance de **l'administrateur référent** et la **communication du conseil** avec les actionnaires sont affirmées, la **politique de diversité** au sein du conseil et dans les organes de direction renforcée, la validité d'une **clause de non-concurrence** davantage encadrée, et la composition et le fonctionnement du **Haut Comité de gouvernement d'entreprise** revus.

Le **projet de loi « Pacte »** fait l'objet de la deuxième synthèse de lecture. Ce texte constitue un ensemble très vaste qui embrasse un grand nombre de matières. Les **principales dispositions intéressantes la gouvernance** d'entreprise couvrent également de nombreux sujets. Ainsi, le projet de loi se propose d'introduire dans le code civil et dans le code de commerce la notion de **prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux** de l'activité sociale et celle de **raison d'être** de l'entreprise et de renforcer le nombre d'administrateurs salariés. Le texte **transpose** en outre en droit interne celles des dispositions de la **directive « droits des actionnaires »** qui n'y figuraient pas encore ou que celle-ci élargit. C'est en particulier le cas des nouvelles obligations mises à la charge des conseillers en vote et des sociétés de gestion de portefeuille, du **renforcement du régime des conventions réglementées** ou encore du développement de la faculté pour les sociétés émettrices de demander **l'identification des propriétaires des titres au porteur**. Le projet de loi prévoit enfin de légiférer par ordonnance pour procéder à une **refonte cohérente du dispositif contraignant encadrant les rémunérations des dirigeants de sociétés**.

Enfin, la troisième synthèse de lecture rend compte d'une étude très récente réalisée par un « think tank » américain (**« The conflicted role of proxy advisors »**) sur l'influence effective sur les grands institutionnels américains des prises de position et des recommandations des deux principales agences de conseil en vote que sont, aux Etats-Unis, ISS et Glass Lewis.

Nous vous en souhaitons une bonne lecture et restons à votre écoute pour toute question ou tout commentaire.

Jean-Paul Vellutini

Responsable Audit de KPMG
Membre du Comité Exécutif de KPMG

Jean-Dominique Senard, Président de Michelin

INTERVIEW



Jean-Dominique Senard est un ancien élève d'HEC et titulaire d'une Maîtrise de droit. Il a débuté sa carrière avec différentes responsabilités financières et opérationnelles au sein du Groupe Total de septembre 1979 à septembre 1987, puis chez Saint-Gobain de 1987 à 1996.

De septembre 1996 à mars 2001, il a été Directeur Financier du Groupe Pechiney et membre du Comité Exécutif du Groupe. Il a ensuite assuré la direction du secteur Aluminium Primaire du Groupe Pechiney jusqu'en 2004. Puis, en tant que membre du Comité Exécutif du Groupe Alcan, il a été en charge de l'intégration de Pechiney et Président de Pechiney SA.

Jean-Dominique Senard a rejoint Michelin en mars 2005 en tant que Directeur Financier et membre du Conseil Exécutif du Groupe Michelin.

En mai 2007, Jean-Dominique Senard devient Gérant non commandité du groupe Michelin.

Il a été nommé Associé Commandité Gérant du groupe Michelin, aux côtés de Michel Rollier, lors de l'Assemblée Générale des Actionnaires du Groupe le 13 mai 2011.

Depuis le 11 mai 2012, Jean-Dominique Senard a pris la succession de Michel Rollier comme Président de Michelin.

Né le 7 mars 1953, Jean-Dominique Senard est marié et a trois enfants. Il est administrateur référent de la Compagnie de Saint-Gobain.

Il est par ailleurs Colonel de la Réserve Citoyenne.

Parmi les investisseurs et les agences de conseil en vote, notamment, des voix s'élèvent pour considérer qu'au-delà de la majorité simple prévue par la loi dans les AGO, une « super majorité » de votes favorables, au moins 70 % ou 80 % selon les cas, devrait être réunie pour que l'adoption des résolutions concernant la nomination ou le renouvellement d'administrateurs, les conventions réglementées ou encore les rémunérations de dirigeants, soit jugée « satisfaisante ». Que pensez-vous de ce point de vue ?

Le renforcement continu ces dernières années des obligations de transparence sur les rémunérations des mandataires sociaux des sociétés cotées, combiné aux votes sur le « say-on-pay » récemment mis en place, sont en passe de démontrer l'efficacité du dispositif dans la très grande majorité des cas. Il me semble en outre important de rappeler que la première responsabilité sur ces sujets revient fondamentalement aux organes délibératifs, notamment les Conseils d'administration et leurs Comités. Ce sont ces organes qui sont – et doivent continuer à être – les premiers garants en la matière. Il ne semble donc pas utile à ce stade de compliquer encore davantage le fonctionnement des assemblées générales. La pratique montre enfin, en France comme à l'étranger, que les actionnaires parviennent efficacement à faire entendre leur voix sans super majorité.

Ces dernières années, le code Afep-MEDEF a connu une série de révisions. Une nouvelle révision vient d'être publiée. Estimez-vous qu'il est ainsi souhaitable d'adapter très régulièrement le code en fonction des circonstances et/ou pour répondre à l'émergence de nouvelles préoccupations, ou bien qu'il serait préférable de stabiliser les recommandations du code pendant une certaine durée, 3 ou 5 ans par exemple, avant d'apprécier s'il est nécessaire de les modifier ou compléter ?

Comme rappelé par l'AMF dans une étude de mars 2016, les rythmes de révision des codes de gouvernance sont très variables dans l'Union Européenne et on peut constater que le code Afep-MEDEF est l'un des plus fréquemment révisés. Une certaine stabilité de la norme dans le temps permet sa prise en compte par les entreprises, sa lisibilité par les parties prenantes et sa crédibilité pour tous. Une clause de rendez-vous, par exemple au minimum tous les cinq ans, pourrait imposer de s'interroger sur l'opportunité de réviser le code, sans s'interdire naturellement dans l'intervalle une pratique intelligente et responsable de mises à jour qui seraient justifiées par des évolutions de fond indispensables, tout en évitant de subir des effets de mode importés qui se révèlent parfois peu cohérents avec le paysage social et actionnarial français ou européen.

En 2008, un rapport d'un groupe de place¹, qui n'a pas eu de suite législative, avait préconisé la privation de droits de vote des actions détenues temporairement grâce à un prêt-emprunt de titres intervenu peu avant l'AG, afin de limiter dans les AG l'influence d'actionnaires qui, en réalité, ne supportent pas le risque économique de l'action. Pensez-vous que cette préconisation mériterait d'être reprise par le législateur ?

Tout d'abord, d'un point de vue technique, sous réserve d'exclusions limitées, ces opérations sont déjà encadrées car en période de pré-assemblée, lorsqu'une transaction de ce type dépasse 0,5 % des droits de vote des actionnaires d'une société cotée, le bénéficiaire de ce prêt doit formellement le notifier à l'émetteur et à l'AMF, sous peine de privation automatique des droits de vote correspondants pour toutes les assemblées à venir tant que les actions prêtées n'ont pas été restituées. Cela étant, la réalité est assez mal appréhendée par les émetteurs car ces notifications sont assez rares en pratique et que la privation des droits de vote, quoiqu'automatique selon la loi, peut se révéler délicate à mettre en œuvre lors du déroulement de l'assemblée.

Un premier pas bienvenu serait que l'AMF s'assure du strict respect des obligations existantes à la charge des bénéficiaires de ces prêts. Il n'en faudra pas moins s'interroger sur le fondement même de cette pratique qui, de mon point de vue, a grandement contribué au discrédit du capitalisme contemporain en favorisant des stratégies le plus souvent court-termistes et opportunistes. Ce détournement d'une modalité technique du droit des sociétés a ainsi occasionné d'importants dommages, dont le moindre n'est pas le discrédit de la figure de l'actionnaire dans le regard des autres parties prenantes de l'entreprise.

L'Inspection générale des finances² a publié en avril 2017 un rapport sur le rôle économique des fondations, dans lequel ses auteurs observent que le modèle de la fondation actionnaire majoritaire, très peu présente en France alors qu'il est très développé dans d'autres pays européens, Allemagne et Scandinavie notamment, pourrait constituer un outil utile de politique industrielle. Il pourrait être ainsi créé un statut de « fonds de dotation économique » dont l'objet serait de protéger les entreprises et d'assurer leur pérennité grâce, sous certaines conditions, à une détention majoritaire de leurs droits de vote, ce qui n'empêcherait pas que les titres non détenus par le fonds soient cotés en bourse. Qu'en pensez-vous ?

Derrière la notion de fondation se cachent des réalités très différentes selon chaque Etat membre de l'Union. En France, la notion de fondation, et par là-même sa plus ancienne forme, la fondation reconnue d'utilité publique, est intimement liée à l'exercice de missions d'intérêt général, qui transcendent l'activité d'une entreprise et à laquelle est réservé un statut fiscal très favorable, à côté des fondations d'entreprise et des fonds de dotation.

Par ailleurs, afin d'assurer la transmission et la pérennité des entreprises, la création d'un véhicule juridique approprié, qui serait l'équivalent des fondations actionnaires qui se développent avec un succès notable dans certains pays d'Europe du nord (notamment en Allemagne, au Danemark ou encore en Suède) me paraît opportune et c'est la raison pour laquelle il nous a paru souhaitable de proposer dans notre rapport des pistes de réflexion à ce sujet.

L'influence croissante des agences de conseil en vote (« proxies ») est de plus en plus souvent soulignée. Une étude de l'AFG³ sur les votes en AG des sociétés françaises de gestion montre que 66 % d'entre elles ont eu recours en 2017 à l'une ou l'autre de ces agences pour prendre leurs décisions sur les votes à émettre. Une autre étude de mai 2018⁴, portant sur des sociétés de gestion américaines, montre que les votes en AG des plus grandes d'entre elles sont alignés à plus de 85 % sur les recommandations des deux principales agences américaines de conseil en vote, et demande que ces dernières soient à l'avenir placées sous le contrôle du régulateur et soumises à des obligations de transparence (conflits d'intérêts, code de déontologie, méthodologies). Estimez-vous que le législateur et le régulateur français devraient également se saisir de ce sujet en ce sens ?

En ce qui concerne les agences de conseil en vote, parmi les autorités nationales européennes de régulation un premier pas limité mais courageux avait été fait par l'AMF qui avait émis une recommandation sur ce sujet en mars 2011. Il a fallu attendre plusieurs années pour qu'un certain nombre d'éléments de cette recommandation soient consacrés par la directive européenne « droits des actionnaires » du 17 mai 2017.

Il est souhaitable que la prochaine transposition en France de cette directive par le législateur garantisse les conditions de qualité et de méthodologie des prestations, et d'indépendance des agences, mais aussi aille plus loin sur certains points, comme l'obligation de principe d'établir un dialogue avec les sociétés cotées afin que ces agences s'assurent de la bonne compréhension du contexte et des challenges de chaque entreprise.

A titre plus général, lorsqu'un acteur extérieur exerce une influence majeure dans les relations entre une société cotée et ses parties prenantes, il semble indispensable que cet acteur ait un comportement responsable et une certaine déontologie ou éthique. En effet, les analyses, prises de position ou déclarations publiques de ces agences sont susceptibles d'avoir des conséquences majeures non seulement pour la société concernée mais aussi directement pour l'ensemble des parties prenantes qui ont accès à ces analyses.

C'est d'ailleurs le cas depuis de nombreuses années des agences de notation financière des entreprises.

1 <https://bit.ly/2KOahPn>

2 <http://www.igf.finances.gouv.fr/files/live/sites/igf/files/contributed/IGF%20internet/2.RapportsPublics/2017/2017-M-008.pdf>

3 http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2018/04/2018_04_24_Etude-exercice-des-droits-de-vote-2017.pdf

4 <http://cdn.accf.org/wp-content/uploads/2018/05/ACCF-The-Conflicted-Role-of-Proxy-Advisor-FINAL.pdf>

En conséquence, il semble important que, non seulement les agences de conseil en vote, qui sont en fait une sorte d'agence de notation de la « gouvernance actionnariale », mais aussi toutes les organisations qui effectueraient, ponctuellement ou non, des analyses sur des sujets tels que la RSE, voient leurs activités régulées pour assurer un standard de qualité des prestations ainsi que de transparence/d'indépendance de leur situation. Cette régulation pourrait utilement être organisée sous forme de certifications ou de labels.

Ce sera important pour la RSE justement, à l'aube de la nouvelle déclaration de performance extra-financière, obligatoire à compter de cette année et qui sera à ce titre incluse dans les prochains rapports annuels.

En outre, au-delà du cadre européen, ce sujet mériterait d'être relayé au niveau d'autres instances multilatérales.

La gouvernance des sociétés cotées a considérablement évolué depuis la publication du premier rapport Viénot il y a plus de 20 ans. Si vous tournez votre regard vers l'avenir, quelle pourrait être d'après vous l'évolution de la gouvernance des grandes entreprises françaises dans les 10 ans qui viennent ?

Je vois essentiellement une orientation de plus en plus marquée vers un rapprochement de l'entreprise avec ses parties prenantes, au premier rang desquelles les salariés, dans le but d'un développement harmonieux, en améliorant les processus et la fluidité des relations avec les organes de gouvernance des sociétés qui sont dépositaires de la confiance non seulement des actionnaires mais aussi indirectement de toutes ces parties prenantes.

Notre rapport s'est voulu une sorte d'hymne ou d'exhortation à la responsabilisation des forces des entreprises pour qu'elles contribuent harmonieusement au développement de la société en lui permettant, par la modification de l'article 1835 du Code civil, de définir dans son objet social sa raison d'être et ainsi de devenir une entreprise à mission.

Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées Révisé en juin 2018

Afep-MEDEF, publié le 21 juin 2018 (44 pages)

SYNTHÈSE DE LECTURE N°1

L'Afep et le MEDEF viennent de publier une nouvelle version révisée de leur code de gouvernement d'entreprise. Cette publication intervient plus tôt qu'il était initialement prévu, avant même que la synthèse des réponses à la consultation publique qui avait été ouverte en mars-avril dernier ne soit elle-même rendue publique.

Il s'agit là de la septième révision du code depuis la consolidation originelle, en 2003, des rapports Viénot et Bouton, et de la cinquième depuis avril 2010.

Les modifications de fond qui sont apportées au code révisé par rapport à la dernière version en date de novembre 2016 peuvent être regroupées sous les cinq thèmes suivants.

Le conseil d'administration¹

• Les missions du conseil d'administration (art. 1)

Le code révisé s'ouvre dorénavant sur un article intitulé « les missions du conseil d'administration » qui rassemble des recommandations qui étaient précédemment disséminées, les complète et les développe.

- Le conseil « s'attache à promouvoir la création de valeur par l'entreprise à long terme en considérant les enjeux sociaux et environnementaux de ses activités » (art. 1.1).

Le communiqué de presse qui accompagne la publication du code révisé indique que cette modification répond aux attentes de la mission Notat-Senard² et des parties prenantes, tout en soulignant que l'Afep et le MEDEF, s'ils prennent acte des dispositions législatives introduites dans le projet de loi « Pacte », marquent ainsi leur préférence pour que le sujet de la RSE figure dans le droit souple.

- Il examine régulièrement « les opportunités et les risques tels que les risques financiers, juridiques, opérationnels, sociaux et environnementaux ainsi que les mesures prises en conséquence » (art. 1.5).

A cet effet, les dirigeants mandataires sociaux exécutifs³, notamment, doivent fournir au conseil toutes les informations nécessaires.

Il s'assure :

- d'une part, de la mise en place, le cas échéant, d'un **dispositif de prévention et de détection de la corruption et du trafic d'influence**, pour lequel il reçoit toutes les informations nécessaires (art. 1.6) ; cet ajout a pour objet, selon le communiqué de presse, de prendre en compte les remarques des répondants à la consultation.
- d'autre part, de la mise en œuvre, par les dirigeants mandataires sociaux exécutifs, d'une **politique de non-discrimination et de diversité, notamment en matière de représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des instances dirigeantes** (art. 1.7), ce qui concerne les comités exécutifs et de direction et plus largement l'encadrement supérieur, suivant le communiqué de presse.

Enfin, l'article 1.8 rappelle que le **rapport sur le gouvernement d'entreprise** rend compte de l'activité du conseil. Cette formulation remplace dans l'ensemble du code celle de rapport du conseil ou de rapport annuel.

- Les articles 2 et 3, **relatifs au conseil d'administration : instance collégiale** et à la diversité des modes d'organisation de la gouvernance, ne comportent pas de changements significatifs, à l'exception de l'article 3 qui prévoit que « le conseil peut désigner un administrateur référent parmi les administrateurs indépendants, notamment lorsqu'il a été décidé de l'unicité des fonctions » de président et de directeur général, là où l'ancien article 6.3 du code de novembre 2016 se limitait à envisager seulement la désignation d'un administrateur référent (ou d'un vice-président) dans l'hypothèse où le conseil décidait de confier des missions particulières à un administrateur.

¹ Ou le conseil de surveillance dans les SA à directoire et conseil de surveillance, et dans les sociétés en commandite par actions

² <https://www.economie.gouv.fr/mi-mission-entreprise-et-interet-general-rapport-jean-dominique-senard-nicole-notat>

³ Définis comme étant, selon la forme de la société, le président-directeur général, le directeur général, le ou les directeurs généraux délégués, le président et les membres du directoire, et les gérants.

- L'intitulé de l'article 4 sur la **communication** mentionne désormais expressément les actionnaires ; il devient ainsi : « Le conseil et la communication avec les actionnaires et les marchés ».

Il y est ajouté un article 4.4 selon lequel « les relations des actionnaires avec le conseil d'administration, notamment sur les sujets de gouvernement d'entreprise, peuvent être confiées au président du conseil d'administration ou, le cas échéant, à l'administrateur référent », lequel rend compte au conseil de cette mission.

- Sur la **composition du conseil d'administration : principes directeurs** (art. 6), le code révisé développe et précise l'équilibre souhaitable de sa composition en ajoutant, s'agissant de la diversité, l'âge et les **qualifications professionnelles** (au lieu d'internationales) à la représentation des femmes et des hommes et aux nationalités. En outre, le rapport du conseil sur le gouvernement d'entreprise doit rendre publiques une « description de la politique de diversité appliquée aux membres du conseil d'administration ainsi qu'une description des objectifs de cette politique, de ses modalités de mise en œuvre et des résultats obtenus au cours de l'exercice écoulé » (art. 6.2).
- Les articles 14 à 17, relatifs aux principes généraux des comités du conseil, au comité d'audit, au comité en charge des nominations et au comité en charge des rémunérations, ne comportent qu'un seul ajout : l'examen des comptes par le **comité d'audit** « doit être accompagné d'une présentation par la direction décrivant l'exposition aux risques, y compris ceux de nature sociale et environnementale, et les engagements hors bilan significatifs de la société ainsi que les options comptables retenues » (art. 15.2).

Les administrateurs

- L'article 7 sur la **représentation des actionnaires salariés et des salariés** s'enrichit d'un nouveau paragraphe 7.1 qui prévoit que, dans un **groupe, les administrateurs salariés siègent au conseil de la société qui déclare se référer au code**, et que, lorsque plusieurs sociétés du groupe l'appliquent, les conseils déterminent la ou les sociétés où ils siègeront.
Selon le communiqué de presse, cette disposition a pour objet d'assurer la représentation des administrateurs salariés « là où se prennent les décisions stratégiques au sein d'un groupe ».
- Un seul ajout est fait aux critères que doivent examiner le comité des nominations et le conseil afin de qualifier un administrateur d'indépendant (art. 8) : **l'activité de conseil** complète, en effet, celle de « client, fournisseur, banquier d'affaires, banquier de financement » **significatif** de la société ou de son groupe, ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l'activité. L'activité significative de conseil est ainsi considérée également comme **exclusive de la qualité d'administrateur indépendant** (art. 8.5.3).
- L'article 10.1 invite les sociétés à donner dorénavant aux actionnaires « toute information utile sur la **participation individuelle des administrateurs** » aux séances du conseil et réunions des comités. A cet effet, l'annexe 3 du code propose un tableau sur l'assiduité de chacun des membres du conseil d'administration.

Par ailleurs, l'article 10.3 recommande d'organiser chaque année « au moins » une réunion hors la présence des dirigeants mandataires sociaux exécutifs.

- La formation des administrateurs porte désormais aussi sur les **enjeux en matière de responsabilité sociale et environnementale**, en sus des spécificités de l'entreprise, de ses métiers et de son secteur d'activité (art. 12.1).
- En cas de résolution concernant la **nomination** ou le renouvellement d'un administrateur, il est demandé de préciser également, outre les prescriptions légales et une notice biographique, « les raisons pour lesquelles sa candidature est proposée à l'assemblée générale » (art. 13.4).
- Enfin, dans l'article 19 concernant la **déontologie** de l'administrateur, il est précisé qu'en cas de situation de conflit d'intérêts même potentiel, l'administrateur **s'abstient**, non seulement de participer au vote, mais **également d'assister au débat**.

Les dirigeants mandataires sociaux

- **La conclusion d'un accord de non-concurrence avec un dirigeant mandataire social**

Trois nouvelles exigences complémentaires voient le jour sur ce sujet :

- Le conseil prévoit, lors de la conclusion de l'accord, une stipulation l'autorisant, le cas échéant, à **renoncer à la mise en œuvre de l'accord** lors du départ du dirigeant
- Il prévoit également que le versement de l'indemnité de non-concurrence est **exclu** dès lors que le dirigeant fait valoir ses **droits à la retraite**, et, en tout état de cause, **au-delà de 65 ans**
- L'indemnité doit faire l'objet d'un **paiement échelonné** pendant sa durée.

- **La rémunération des dirigeants mandataires sociaux**

- Il est expressément prévu, au titre des principes de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux **exécutifs**, que celle-ci doit intégrer **un ou plusieurs critères liés à la responsabilité sociale et environnementale**.
- Le reste du long article 24 qui traite de la question de la rémunération demeure inchangé, à l'exception d'un élément nouveau qui figure à l'article 24.6.1 relatif aux principes généraux des **régimes de retraite supplémentaires** des dirigeants mandataires sociaux.

S'agissant des régimes institués à compter de la date de publication du code révisé, l'attribution d'avantages ou de rémunérations destinés à constituer un régime de retraite supplémentaire est soumise à des **conditions de performance**, sauf :

- lorsqu'elle a pour objet de compenser la perte de droits potentiels dont le bénéficiaire a déjà été soumis à des conditions de performance
- pour les régimes collectifs et obligatoires de retraite et de prévoyance.

Le Haut Comité de gouvernement d'entreprise (art. 27.2)

Mis en place en octobre 2013 par l'Afep et le MEDEF, le Haut Comité de gouvernement d'entreprise voit sa composition et ses missions modifiées.

• Composition

- Le Haut Comité sera dorénavant composé de **cinq** (au lieu de quatre) personnalités compétentes exerçant ou ayant exercé des **mandats sociaux** (au lieu des fonctions exécutives) **dans des entreprises qui se réfèrent au code** (au lieu dans des groupes de taille internationale), et de **quatre** (au lieu de trois) personnalités qualifiées représentant les investisseurs et/ou choisies pour leurs compétences en matière juridique **ou** (au lieu de et) de déontologie. Le président est nommé parmi les cinq premières personnalités.
Selon le communiqué de presse, cet élargissement est destiné à « assurer un meilleur équilibre femmes/hommes ».
- Ces personnalités sont nommées pour une durée de trois ans renouvelable une fois **par l'Afep et le MEDEF** (précision nouvelle). Elles doivent déclarer leurs mandats d'administrateur dans des sociétés cotées et **leur participation dans des associations professionnelles** (règle nouvelle).

• Missions

- Le premier paragraphe de l'article réitère in fine que le Haut Comité est chargé de s'assurer de l'application effective de la règle fondamentale de gouvernement d'entreprise qu'est le principe « appliquer ou expliquer », ce qui a été l'objet de sa mise en place en octobre 2013 comme l'indique le début du même paragraphe.
- En cas **d'auto-saisine**, s'il constate qu'une société n'applique pas l'une des recommandations du code sans explication suffisante, **la société doit répondre dans un délai maximum de deux mois à sa lettre ; à défaut de réponse dans ce délai, la société s'expose à ce que la saisine soit rendue publique.**
- Il est par ailleurs chargé de proposer à l'Afep et au MEDEF des **misés à jour** du code au regard de l'évolution des pratiques et **des recommandations qu'il a pu formuler aux entreprises à l'occasion de sa mission de suivi de l'application du code.** Cette dernière formulation se substitue à celle qui visait les recommandations ou pistes de réflexion de l'AMF ou encore des demandes d'investisseurs.

La révision du code

En complément de ce qui précède, il est créé sous cet intitulé un article 28, qui affirme expressément que **le code est révisé à l'initiative de l'Afep et du MEDEF**, après examen périodique de l'opportunité de faire évoluer le code **en fonction notamment des propositions des acteurs du marché**, et indique que les propositions de révision sont soumises à **consultation publique.**

TEXTES D'ORIGINE

Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées révisé en juin 2018
Version marquée du code par rapport au code révisé en novembre 2016
Communiqué de presse du 21 juin 2018

Projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises

(Principales dispositions intéressant la gouvernance d'entreprise)

Publié le 21 juin 2018

SYNTHÈSE DE LECTURE N°2

Le projet de loi « Pacte » présenté par le ministre de l'économie et des finances après une large consultation et adopté en conseil des ministres le 18 juin 2018 constitue un ensemble très vaste, comportant 73 articles en 159 pages, précédé d'un exposé des motifs de 79 pages et accompagné d'une étude d'impact de plus de 900 pages.

Il est divisé en trois chapitres :

- Chapitre I^{er} : Des entreprises libérées
- Chapitre II : Des entreprises plus innovantes
- Chapitre III : Des entreprises plus justes

Les principales dispositions qui intéressent la gouvernance d'entreprise figurent dans le troisième chapitre aux [articles 61, 62 et 66](#).

1. Repenser la place des entreprises dans la société (art. 61 et 62)

• **Modification des articles 1833 et 1835 du code civil (art. 61)**

En donnant suite aux propositions du rapport Notat-Senard⁴ en ce domaine, le projet de loi prévoit de compléter les articles 1833 et 1835 du code civil.

- L'article [1833](#) du code civil énonce actuellement :

« Toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés ».

Il serait complété par l'alinéa suivant :

« La société est gérée dans son intérêt social et en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ».

- L'article [1835](#) du code civil dispose aujourd'hui :

« Les statuts doivent être établis par écrit. Ils déterminent, outre les apports de chaque associé, la forme, l'objet, l'appellation, le siège social, le capital social, la durée de la société et les modalités de son fonctionnement ».

La phrase suivante serait ajoutée :

« Les statuts peuvent préciser la raison d'être dont la société entend se doter dans la réalisation de son activité ».

- Ces modifications seraient reflétées dans les articles L.225-35 (pour les conseils d'administration) et L.225-64 (pour le directoire et le conseil de surveillance) du code de commerce.

Ainsi, le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, devrait déterminer les orientations de l'activité de la société (texte actuel), « conformément à son intérêt social et en prenant en considération ses enjeux sociaux et environnementaux », (phrase nouvelle) et veiller à leur mise en œuvre (texte actuel pour les conseils d'administration). Une nouvelle phrase serait ajoutée immédiatement après : « Il prend également en considération la raison d'être de la société, lorsque celle-ci est définie dans les statuts en application de l'article 1835 du code civil ».

- Interprétation et portée

Selon l'[exposé des motifs](#) (p. 58-9) :

- L'article 61 du projet de loi vise « à consacrer la notion jurisprudentielle d'intérêt social », notion qui n'a jamais été définie par le législateur car « la pertinence de son application pratique repose sur sa grande souplesse, ce qui la rend rétive à tout enfermement dans des critères préétablis ».
- Quant à l'obligation d'une gestion des sociétés dans l'intérêt social en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux, elle « consiste ainsi à entériner, dans le code civil, l'application qui en est faite en jurisprudence ».
- La « notion de raison d'être vise à rapprocher les chefs d'entreprise et les entreprises avec leur environnement de long terme ».

L'étude d'impact développe les explications qui sont reprises synthétiquement par l'[exposé des motifs](#) (p. 535 à 551).

⁴ https://minefi.hosting.augure.com/Augure_Minefi/r/ContenuEnLigne/Download?id=FAA5CFBA-6EF5-4FDF-82D8-B46443BDB61B&filename=entreprise_objet_interet_collectif.pdf

Suivant le [rapport Notat-Senard](#) (p.49-50), la notion de « raison d'être » peut être définie « comme l'expression de ce qui est indispensable pour remplir l'objet social », et se situe dans une « recherche de cohérence » tant l'objet social mentionné dans les statuts est devenu un inventaire des activités potentielles, souvent beaucoup plus large que le champ des activités réelles. Pour autant, des effets juridiques précis n'y seraient pas attachés.

- **Renforcement de la participation des administrateurs salariés au conseil d'administration et de surveillance (art. 62)**

- Dans les sociétés anonymes, le nombre d'administrateurs représentant les salariés serait porté à [deux](#) lorsque le nombre de membres du conseil est supérieur à huit (au lieu de douze), et maintenu au moins à un si ce nombre est égal ou inférieur à huit (au lieu de douze).

Cette disposition ne s'appliquerait qu'aux sociétés qui emploient au moins [mille salariés](#) permanents dans la société et ses filiales, directes et indirectes, dont le siège social est fixé [en France](#), ou au moins [cinq mille](#) lorsque leur siège social est fixé [en France et à l'étranger](#).

L'entrée en fonction des administrateurs ou membres du conseil de surveillance représentant les salariés interviendrait au plus tard six mois après l'assemblée générale ayant modifié, le cas échéant, les statuts en ce sens. La plus prochaine assemblée suivant l'entrée en vigueur de la loi devrait être saisie de ces modifications.

- Le reste de l'article 62 est consacré à l'extension de la participation de représentants des salariés au conseil d'administration des [mutuelles](#), unions et fédérations relevant du code de la mutualité, et à ses modalités d'application.

2. Transposition de la directive « Droits des actionnaires » du 17 mai 2017⁵ (art. 66)

- **Conseillers en vote**

Pour la désignation des agences de conseil en vote (« proxies »), le projet de loi retient l'appellation de « conseillers en vote » qui est utilisée par la directive « droits des actionnaires ».

Il insérerait trois nouveaux articles dans le code monétaire et financier (L.544-7 à L.544-9).

Le premier définit la notion de [service de conseil en vote](#) comme le fait d'analyser, sur une base professionnelle et commerciale, les documents sociaux ou toute autre information de sociétés cotées, dans le but d'éclairer les décisions de vote de leurs actionnaires par la fourniture de recherches, de conseils ou par la formulation de recommandations de vote.

Les nouvelles dispositions s'appliqueraient aussi bien aux conseillers en vote dont le siège social est en France, à ceux dont le siège n'est pas situé dans l'Union Européenne mais dont l'administration centrale est située en France, qu'à ceux dont ni le siège ni l'administration centrale ne sont situés dans l'UE mais qui fournissent des services de conseil en vote à des actionnaires de sociétés dont le siège et le lieu de cotation sont situés dans l'UE.

Les deux nouveaux articles suivants établiraient [trois obligations à la charge des conseillers en vote](#) :

- Rendre public le [code de conduite](#) auquel ils se réfèrent, rendre compte de son application et préciser, le cas échéant, les raisons pour lesquelles ils ne se réfèrent pas à un code ou en ont écarté certaines dispositions
- Rendre publiques, au moins chaque année, les [informations concernant la préparation de leurs recherches, conseils et recommandations de vote](#), afin d'informer leurs clients sur la teneur exacte et la fiabilité de leurs activités
- Prévenir, gérer et communiquer immédiatement à leurs clients tout [conflit d'intérêts, ou toute relation commerciale pouvant influencer la préparation de leurs travaux](#).

Lorsque le site internet du conseiller en vote ne comprend pas l'une ou l'autre des informations prévues ci-dessus, tout intéressé pourrait demander au président du tribunal de lui enjoindre de communiquer ces informations, le cas échéant sous astreinte.

- **Politique d'engagement actionnarial**

Ce sont essentiellement les sociétés de gestion de portefeuille, les OPCVM et les entreprises d'investissement qui assurent la gestion de portefeuille pour compte de tiers - mais non les fonds dits « FIA » - qui sont concernés par la transposition de la directive « droits des actionnaires » sur ce sujet.

- Elles devraient [élaborer et publier une politique d'engagement actionnarial décrivant la manière dont elles intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement, et publier chaque année un compte rendu de la mise en œuvre de cette politique en suivant la règle « appliquer ou expliquer »](#).
- Lorsqu'elles reçoivent un mandat de gestion ou de souscription à un placement collectif de la part de fonds ou d'institutions de retraite professionnelle supplémentaire, elles devraient leur communiquer « des informations sur la manière dont leur [stratégie d'investissement](#) et leur mise en œuvre respectent ce contrat et contribue aux performances à moyen et long terme des actifs » de ces investisseurs.

Il en irait de même des fonds de retraite professionnelle supplémentaire investissant directement ou indirectement dans des actions cotées.

Par ailleurs, certaines [entreprises d'assurance ou de réassurance](#) qui investissent dans des actions cotées seraient, de leur côté, tenues de publier « la manière dont les principaux éléments de leur [stratégie d'investissement en actions](#) sont compatibles avec le profil et la durée de leurs passifs, en particulier de leurs passifs de long terme, et la manière dont ils contribuent aux performances de leurs actifs à moyen et à long terme ».

⁵ Voir la synthèse de lecture n°1 de la Lettre de la Gouvernance n°16 (avril-juin 2017) <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/fr/pdf/2017/07/fr-lettre-de-la-gouvernance-16.pdf>

• Conventions réglementées

- La transposition de la directive « droits des actionnaires » conduirait d'abord à étendre le rapport sur le gouvernement d'entreprise présenté par le conseil ou le directoire à l'assemblée générale aux **conventions conclues entre deux sociétés dont la seconde est contrôlée par la première au sens de l'article L.233-3 du code de commerce**⁶ (et non plus seulement dont la première possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital).

Tout intéressé pourrait demander en référé au président du tribunal d'enjoindre au conseil ou au directoire de communiquer les informations manquantes dans le rapport, le cas échéant sous astreinte.

- L'obligation d'informer le conseil d'une convention réglementée serait désormais à la charge de la personne **directement ou indirectement** (mots ajoutés) intéressée, qui ne pourrait alors prendre part **ni aux délibérations** (mots ajoutés) ni au vote sur l'autorisation sollicitée. La personne **directement ou indirectement intéressée** à la convention ne pourrait prendre part au vote sur la convention concernée à l'assemblée générale, et ses actions ne seraient pas prises en compte pour le calcul de la majorité (**et non plus du quorum**).
- Un autre changement important tiendrait à l'obligation, pour les sociétés cotées, de publier sur leur site internet des informations sur les conventions réglementées **« au plus tard au moment de la conclusion de la convention »**, sans donc attendre la convocation de l'assemblée générale. A défaut, le président du tribunal pourrait être saisi comme ci-dessus.

• Identification des titres au porteur

Le régime de l'identification des titres au porteur serait élargi et renforcé.

- La demande d'identification des titres au porteur, par une société émettrice, pourrait être adressée, non seulement au dépositaire central, **mais aussi directement aux intermédiaires financiers teneurs de comptes-titres**. Dans les sociétés cotées, cette faculté serait **de droit**, toute clause statutaire contraire étant réputée non écrite.
- L'intermédiaire inscrit pour le compte d'un **propriétaire d'actions ou d'obligations cotées non domicilié en France** devrait transmettre à ce dernier la demande de la société émettrice (sauf opposition de sa part) et serait tenu de transmettre les informations au teneur de compte, à charge pour ce dernier de les communiquer à la société émettrice ou au dépositaire central.

- La liste des informations et les délais de communication seraient fixés par décret.
- Lorsque la société émettrice estimerait que certains détenteurs le seraient pour le compte de tiers propriétaires des titres, elle serait en droit de demander à ces détenteurs de communiquer les informations concernant ces propriétaires.
- Si le dépositaire central ou l'intermédiaire financier n'avait pas transmis dans les délais les informations demandées, ou avait transmis des informations incomplètes ou erronées, les actions, autres titres de capital ou obligations qui ont été inscrits en compte seraient **privés de droit de vote** pour toute assemblée d'actionnaires ou d'obligataires se tenant jusqu'à la date de régularisation de l'identification, et **le paiement du dividende** correspondant serait **différé** jusqu'à cette date.
- Enfin, plusieurs dispositions prévoient la non-cessibilité des informations ainsi obtenues, l'assujettissement au secret professionnel des collaborateurs du dépositaire central et des intermédiaires financiers concernés, et un délai maximal de douze mois de conservation des données à caractère personnel collectées par ces derniers et par la société émettrice.
- L'ensemble de ces dispositions entrerait en vigueur au plus tard le 10 juin 2019.

• Autorisation de légiférer par ordonnance

Deux mesures de transposition de la directive « droits des actionnaires » feraient l'objet d'une ordonnance :

- La promotion de l'**engagement à long terme des actionnaires**
- La création d'un **dispositif unifié et contraignant encadrant la rémunération des dirigeants** des sociétés cotées.
- Selon l'exposé des motifs (p. 61-62), une transposition stricte de la directive conduirait à rendre le droit français particulièrement complexe et peu lisible en matière de rémunération des dirigeants, raison pour laquelle il est proposé **« une refonte cohérente du dispositif français, qui serait articulé autour d'un vote contraignant « ex ante » portant sur une politique de rémunération unifiée couvrant l'ensemble des rémunérations, et d'un vote « ex post » contraignant auquel serait assortie une sanction dissuasive et pertinente »**.

The conflicted role of proxy advisors

American Council for Capital Formation - May 2018 (29 pages)

SYNTHÈSE DE LECTURE N°3

Cet organisme est un « think tank » américain qui se revendique comme étant sans but lucratif et non-partisan.

L'étude qu'il vient de publier a pour objet de [mesurer l'influence qu'exercent les agences de conseil en vote auprès des investisseurs](#) américains lorsque ceux-ci déterminent leur vote aux assemblées générales d'actionnaires.

Dans sa **première partie**, l'étude expose que les [deux plus grandes agences américaines de conseil en vote sont ISS et Glass Lewis](#) qui, détenant ensemble aujourd'hui quelque 97 % de ce marché, ont ainsi la capacité d'influencer les décisions de vote les plus importantes par leurs recommandations.

La plus ancienne des deux, ISS, détiendrait à elle seule environ 60 % du marché du conseil en vote aux assemblées générales. En sus de cette activité, elle propose [divers services](#) tels, entre autres, qu'analyse de données sur les questions environnementales et sociales, et assistance et conseil en gouvernance. Selon son site, ISS fournit ses recommandations à plus de 1700 clients institutionnels à l'occasion d'environ 40000 assemblées générales qui se tiennent dans 117 pays.

Pour sa part, [Glass Lewis](#) a plus de 1200 clients votant à 20000 assemblées générales dans 100 pays. Il propose également une gamme de [services complémentaires](#) comme la recherche sur les opérations de fusions-acquisitions, l'assistance pour les prêts-emprunts de titres ou une plateforme de dialogue entre investisseurs et sociétés.

Selon l'étude, le cumul de ces services avec l'activité de conseil en vote serait, dans les deux cas, [source de risques de conflit d'intérêts](#).

Les deux agences publient chaque année des [lignes directrices actualisées](#) qui servent de base à leurs recommandations.

La mise à jour de ces lignes directrices est alimentée par les avis et commentaires qui leur remontent de diverses sources (institutionnels, fonds, émetteurs, etc.) mais sur lesquelles elles ne donnent aucune information.

La **seconde partie** de l'étude, intitulée « [The proxy advisor as an activist](#) », examine comment les principaux institutionnels et fonds de pension ont exercé leurs droits de vote ces dernières années.

Il convient d'abord d'observer que, [pour la seule année 2017, BlackRock a voté sur 494 752 résolutions, Vanguard sur 400 943 et State Street sur 232 391](#). BlackRock est censé disposer du plus important département de gouvernance d'entreprise, mais celui-ci ne compte que 31 employés pour analyser ces résolutions et décider des votes à émettre, alors que de nombreuses résolutions sont publiées dans des langues autres que l'anglais et que, la plupart du temps, la saison des assemblées générales ne dépasse pas quatre mois.

[Il n'est dès lors pas surprenant que ces institutionnels s'alignent très fréquemment et de façon constante sur les recommandations des agences de conseil en vote](#), davantage toutefois lorsque les recommandations concluent à des votes favorables qu'à des votes défavorables.

C'est ce que montre clairement, pour les années 2014 à 2017, le tableau suivant :

Large Institutional Alignment with ISS & Glass Lewis Recommendations

	« For » Recommendations with ISS	« Against » Recommendations with ISS	« For » Recommendations with Glass Lewis	« Against » Recommendations with Glass Lewis
BlackRock				
2014	85,8 %	69,2 %	82,9 %	57,3 %
2015	85,6 %	71,3 %	85,1 %	63,0 %
2016	85,4 %	68,3 %	84,3 %	61,2 %
2017	87,9 %	69,2 %	83,0 %	51,7 %
State Street				
2014	88,3 %	83,7 %	80,6 %	59,7 %
2015	87,2 %	83,2 %	81,4 %	61,6 %
2016	88,6 %	83,9 %	80,1 %	64,6 %
2017	88,2 %	80,3 %	80,2 %	62,3 %
Vanguard				
2014	84,1 %	69,6 %	79,1 %	49,7 %
2015	83,3 %	60,6 %	80,7 %	48,6 %
2016	83,1 %	60,7 %	81,6 %	49,5 %
2017	86,4 %	59,5 %	82,4 %	44,4 %

Soumis à la réglementation de la SEC qui leur impose notamment de mettre en œuvre des procédures destinées à assurer qu'ils votent dans le meilleur intérêt de leurs clients, les institutionnels prennent soin d'affirmer leur indépendance par rapport aux agences de conseil en vote. Cependant, ces statistiques mettent bien en évidence un haut niveau de corrélation entre leurs votes et les recommandations des agences.

Il en va de même s'agissant de **grands fonds de pension** comme State of Connecticut, OTTP ou AIMCo, et des votes émis dans les assemblées des sociétés plus petites appartenant à l'indice « S&P SmallCap 600 », plus encore que dans celles des sociétés du « S&P 500 »⁷.

Pour les **fonds alternatifs ou quantitatifs** d'investissement, l'exemple du fonds AQR révèle que l'alignement de ses votes avec les recommandations d'ISS a atteint des taux de 98,3 % à 99,9 % pour les années 2014 à 2017, de sorte qu'il peut être qualifié de « robo-voting ».

Des constats de même nature sur l'influence des agences de conseil en votes peuvent être faits à propos de **résolutions portant sur le « say on pay »** : selon l'analyse d'un consultant en rémunération, les votes favorables de l'ensemble des actionnaires sur ces résolutions en 2017 ont été en moyenne de 26 % inférieurs lorsque les recommandations de vote d'ISS ont été négatives.

On note par ailleurs que, ces trois dernières années, des **renforcements significatifs des lignes directrices des agences** sont intervenus, par exemple, dans les domaines de l'environnement, de la parité, de la diversité et des écarts de rémunérations, et ont été souvent suivis par les institutionnels à des taux d'alignement encore supérieurs à ceux figurant dans le tableau ci-dessus. **Ces renforcements contribuent ainsi à créer une nouvelle « réglementation »** s'imposant aux entreprises, particulièrement pesante pour les plus petites d'entre elles.

En définitive, l'étude émet les **conclusions** suivantes :

- **Les agences de conseil en vote sont devenues des quasi-régulateurs** du fait de leur influence sur les grands institutionnels et de leur pression pour l'accroissement de l'information exigée des entreprises

- **La communauté des investisseurs les perçoit à tort comme des arbitres neutres**, alors qu'elles travaillent pour des clients qui peuvent influencer leur politique en faisant valoir des avis et commentaires qui restent anonymes. Elles sont incitées à suivre leurs meilleurs clients et à changer leurs lignes directrices dans l'objectif d'élargir le marché pour leurs activités complémentaires de consultant
- **Les changements réguliers de lignes directrices**, notamment en matière environnementale et sociale, entraînent un **coût supplémentaire pour les sociétés**
- Les petites et moyennes entreprises sont plus particulièrement affectées par ces exigences, faute de moyens et de ressources pour y répondre
- **Le « robo-voting » affaiblit gravement le devoir fiduciaire** que les fonds ont à l'égard de leurs investisseurs.

Il en découle trois **recommandations** :

- Soumettre les agences de conseil en vote à une **supervision** de la SEC et les assujettir aux règles régissant les institutions financières, comme le prévoit un projet de loi en cours d'examen par le Sénat américain⁸.
- Exiger une beaucoup plus grande **transparence sur la formation des recommandations des agences**, ce qui nécessite la publication et la levée de l'anonymat des avis et commentaires qui conduisent à des changements de lignes directrices
- Exiger des agences de conseil en vote qu'elles effectuent une **étude d'impact** sur les coûts potentiels pour les entreprises de leurs nouvelles demandes, et indiquent quelle est la **part des données des entreprises qu'elles utilisent qui sont non auditées et incomplètes**, dès lors que ces données sont prises en compte pour formuler leurs recommandations, spécialement lorsque ces dernières entraînent un coût supplémentaire pour l'entreprise.

⁷ Voir pour le détail pages 14-15 de l'étude

⁸ <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/4015/text>