



24 NOVEMBRE 2020

**RAPPORT 2020 SUR LE
GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET
LA RÉMUNÉRATION DES
DIRIGEANTS DES SOCIÉTÉS COTÉES**

amf-france.org

SYNTHÈSE	4
PARTIE 1 - ÉVOLUTIONS RÉCENTES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE	10
1. LE FONCTIONNEMENT DES ASSEMBLÉES GÉNÉRALES.....	11
1.1. La tenue des assemblées générales en France dans le contexte de la pandémie	11
1.2. Le guide méthodologique du traitement des votes en assemblées générales.....	29
1.3. L'identification des actionnaires et la confirmation des votes	29
2. ACTUALITÉS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE	33
2.1 L'activisme actionnarial	33
2.2 La mixité au sein des instances de gouvernance des sociétés	35
2.3 La « raison d'être »	38
2.4 La prise en compte du long terme.....	41
PARTIE 2 – ÉTUDE SUR L'INFORMATION FOURNIE PAR LES SOCIÉTÉS DANS LE RAPPORT SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE	43
1. RAPPEL DE LA MÉTHODOLOGIE.....	44
1.1 Objectif du rapport.....	44
1.2 Échantillon retenu	45
1.3 Thématique et méthode d'analyse du rapport 2020	45
2. L'ATTRIBUTION DES RÉMUNÉRATIONS AUX MANDATAIRES SOCIAUX	46
2.1 La fixation de la rémunération par le conseil	46
2.2 Des comités des rémunérations au sein desquels les salariés ne sont pas toujours représentés	48
2.3 La conformité à la politique de rémunération.....	49
2.4 La clause de restitution.....	54
2.5 La renonciation par les dirigeants à une partie de la rémunération	55
3. CONSTATS SUR LES DIFFÉRENTES RÉMUNÉRATIONS ATTRIBUÉES AU TITRE DE ET/OU VERSÉES AU COURS DE L'EXERCICE ÉCOULÉ AUX DIRIGEANTS MANDATAIRES SOCIAUX EXÉCUTIFS	56
3.1 L'augmentation de la rémunération	57
3.2 La rémunération long terme	57
3.3 Les rémunérations exceptionnelles	59
3.4 Les indemnités de prise de fonction	60
3.5 Éléments de rémunération susceptibles d'être dus en cas de départ.....	60
3.6 Le maintien du contrat de travail.....	61
4. LE RATIO D'ÉQUITÉ OU MULTIPLE DE RÉMUNÉRATION.....	62
5. LE VOTE DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE	71
5.1 Les modifications de la politique de rémunération 2020	71
5.2 Les conséquences du vote négatif de l'assemblée générale sur le <i>say on pay ex post</i>	72
6. AUTRES CONSTATS SAILLANTS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE.....	74

6.1	Une proportion insuffisante d'administrateurs indépendants au sein des comités.....	74
6.2	Information sur la procédure d'appel d'offres lors du renouvellement des commissaires aux comptes.....	76
6.3	Le respect des recommandations et pistes de réflexions antérieures de l'AMF	77
PARTIE 3 – L'INFORMATION FOURNIE PAR LES CONSEILLERS EN VOTE		81
1.	RAPPEL DE LA MÉTHODOLOGIE.....	82
2.	L'ACTIVITÉ DES CONSEILLERS EN VOTE	83
3.	LE RESPECT DU CODE DE BONNE CONDUITE	84
4.	LA GESTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS	84
5.	LES INFORMATIONS CONCERNANT LA PRÉPARATION DE LEURS RECHERCHES, CONSEILS ET RECOMMANDATIONS DE VOTE	86
6.	LE DIALOGUE AVEC LES SOCIÉTÉS COTÉES	89
ANNEXE 1 : RÈGLES APPLICABLES AUX DIFFÉRENTS ÉLÉMENTS DE RÉMUNÉRATION		91
ANNEXE 2 : LISTE DES SOCIÉTÉS DE L'ÉCHANTILLON DE LA PARTIE 2 DU PRÉSENT RAPPORT		96

SYNTHÈSE

□ ÉVOLUTIONS RÉCENTES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE

La première partie du rapport est consacrée à l'actualité et aux évolutions récentes en matière de gouvernance. Cette année, en raison du contexte exceptionnel et des difficultés liées à la pandémie de Covid-19, le principal sujet d'actualité est celui du fonctionnement des assemblées générales. Il est essentiellement question, dans cette partie, de la tenue des assemblées générales dans le cadre des restrictions imposées par une législation d'exception.

En substance, un bilan contrasté peut être fait des assemblées générales tenues en 2020. Dans des délais contraints, les émetteurs ont déployé des efforts importants pour assurer le déroulement de leurs assemblées générales dans un contexte marqué par une crise sanitaire inédite, un cadre normatif instable et une conjoncture économique incertaine et dégradée.

Les émetteurs ont très largement décidé de tenir leur assemblée générale à « huis clos », faculté offerte par le régime d'exception instauré par l'ordonnance n° 2020-321 du 25 mars 2020. L'impossibilité d'assister à ces assemblées générales a porté atteinte à certains droits des actionnaires. Il convient de noter cependant que le quorum moyen de 2020 est resté stable par rapport à celui des assemblées générales tenues en 2019 et que le taux de contestation des résolutions soumises au vote des actionnaires a sensiblement augmenté cette année, attestant d'une vigueur persistante de l'implication des actionnaires dans ce contexte exceptionnel.

Plus de 80% des 118 sociétés de l'échantillon ont offert à leurs actionnaires une retransmission en direct et/ou en différé de l'AG. À l'inverse, certaines sociétés n'ont assuré aucune retransmission, en dépit de l'impossibilité pour les actionnaires d'assister à l'AG. Un peu plus d'un quart de l'échantillon a accordé un délai supplémentaire pour permettre aux actionnaires de poser des questions écrites en amont de l'AG. Certaines sociétés ont expérimenté des plateformes internet pour recevoir des questions et commentaires des actionnaires en direct pendant l'assemblée. De nombreuses sociétés ont permis à leurs actionnaires de voter sur internet avant l'assemblée générale, via une plateforme sécurisée. Cependant, contrairement à certains émetteurs européens, aucun émetteur français n'a donné la possibilité d'exercer ce vote électronique en direct pendant l'AG. Pour un peu moins d'une vingtaine de sociétés, seuls les votes par correspondance ou par procuration ont été possibles cette année.

L'AMF rappelle son attachement à l'effectivité de l'exercice de l'ensemble des droits des actionnaires en assemblée générale. À l'ère du numérique, il importe que les actionnaires des sociétés cotées puissent, au-delà du droit d'assister « en présentiel » à l'assemblée, se voir offrir des modalités de vote et de participation à l'assemblée générale leur permettant d'exercer leurs prérogatives - à distance et en direct - dans des conditions analogues à celles dont ils disposent, en séance, dans le cadre des assemblées générales. De tels progrès requièrent un travail en commun, sur la durée, des différentes parties prenantes, dont les établissements centralisateurs, sur les modalités techniques mais aussi les coûts. Il est donc souhaitable que l'expérience accumulée à l'occasion de cette campagne d'assemblées générales avec les moyens développés ou activés pour assurer leur tenue à huis clos alimente une réflexion plus globale sur leur organisation dans la perspective d'un dialogue actionnarial pertinent et efficace.

□ INFORMATIONS FOURNIES DANS LE RAPPORT SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

La deuxième partie traite des informations fournies par les sociétés dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise avec comme chaque année une étude sur l'information fournie par les sociétés sur la rémunération des dirigeants. L'objectif est à la fois de vérifier que les informations publiées par les sociétés cotées répondent à leurs obligations en la matière et, le cas échéant, de recommander des évolutions dans les pratiques de gouvernance d'entreprise. L'étude porte sur un échantillon de 58 sociétés du SBF 120, dont 36 du CAC 40.

1. CONDITIONS D'ATTRIBUTION DES RÉMUNÉRATIONS

En vertu de l'article L. 225-37-2.I. du code de commerce¹ « *dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration établit une politique de rémunération des mandataires sociaux. [...]* ». Les modalités concrètes ont été modifiées par l'ordonnance n°2019-1234 du 27 novembre 2019.

Les sociétés de l'échantillon, et notamment celles du CAC 40, intègrent bien, à leur information sur les rémunérations, les nouvelles informations requises par les articles L. 225-37-3² et R. 225-29-1³ du code de commerce. Elles indiquent notamment, dans leur politique de rémunération, l'importance respective des éléments fixes, variables et exceptionnels et leurs critères de détermination.

Cependant, l'information sur le niveau de réalisation des critères de performance n'est pas toujours détaillée ou ne l'est, pour les rémunérations long terme en numéraire, qu'au moment du versement (c'est-à-dire postérieurement à l'attribution définitive). Or la loi exige désormais que les sociétés expliquent la manière dont les critères de performance ont été appliqués par le conseil⁴.

En outre, contrairement à la recommandation du code AFEP-MEDEF, une trentaine de sociétés ne comptent pas d'administrateur salarié au sein du comité des rémunérations. En raison de ce nombre élevé, l'AMF demande au HCGE d'assurer un suivi de ce sujet. À la suite de la réforme apportée par la loi « Pacte », les cas de non-conformité à la recommandation du code AFEP-MEDEF sur ce point devraient devenir de plus en plus rares.

Le contexte exceptionnel de crise sanitaire de l'année 2020 peut conduire certains émetteurs à modifier certains éléments de rémunération ou à modifier des critères de performance préétablis. Or, si aucun élément de rémunération ne peut être déterminé, attribué ou versé par la société s'il n'est pas conforme à la politique de rémunération approuvée⁵, la loi prévoit qu'« *en cas de circonstances exceptionnelles, le conseil d'administration peut déroger à l'application de la politique de rémunération si cette dérogation est temporaire, conforme à l'intérêt social et nécessaire pour garantir la pérennité ou la viabilité de la société* »⁶. 29 sociétés, sur les 58 de l'échantillon, envisagent ainsi explicitement, au sein de leur politique de rémunération, d'avoir recours, au titre de 2020, à cette possibilité, notamment pour modifier les critères de performance. Si la crise sanitaire actuelle est une circonstance exceptionnelle, les trois autres conditions légales, cumulatives et exigeantes, sont à respecter pour déroger à la politique de rémunération telle qu'approuvée par les actionnaires.

Certaines sociétés ont prévu, dans leur politique de rémunération, l'octroi d'un certain pouvoir de discrétion au conseil. L'AMF souligne qu'un juste équilibre doit être trouvé entre la transparence de la politique de rémunération et la marge de manœuvre conservée par le conseil. Il appartient aux sociétés de circonscrire précisément, au sein de la politique de rémunération, cette latitude laissée au conseil, et d'en justifier la nécessité.

Toute modification importante de la politique de rémunération doit également conduire la société à soumettre celle-ci à l'approbation de l'assemblée générale.⁷

1 L'article L. 225-37-2 du code de commerce concerne les sociétés anonymes et européennes à conseil d'administration mais des dispositions similaires s'appliquent aux sociétés anonymes et européennes à conseil de surveillance et directoire (article L. 225-82-2 du code de commerce), et aux sociétés en commandite par actions (article L. 226-8-1 du code de commerce).

2 L'article L. 225-37-3 du code de commerce concerne les sociétés anonymes et européennes à conseil d'administration mais ses dispositions s'appliquent également aux sociétés anonymes et européennes à conseil de surveillance et directoire (sur renvoi de l'article L. 225-68 du code de commerce) et aux sociétés en commandite par actions (sur renvoi de l'article L. 226-10-1 du code de commerce).

3 L'article R. 225-29-1 du code de commerce concerne les sociétés anonymes et européennes à conseil d'administration mais des dispositions similaires s'appliquent aux sociétés anonymes et européennes à conseil de surveillance et directoire (article L. 225-56-1 du code de commerce), et aux sociétés en commandite par actions (article L. 226-1-1 du code de commerce).

4 Article L. 225-37-3 8° du code de commerce.

5 Article L. 225-37-2, III, premier alinéa, du code de commerce.

6 Article L. 225-37-2, III, deuxième alinéa, du code de commerce.

7 Article L. 225-37-2, II du code de commerce.

Les sociétés qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF et qui modifient la rémunération devront également justifier avoir appliqué les dispositions suivantes dudit code. Par exemple, les sociétés devront justifier pour les rémunérations variables annuelle avoir mis en place des critères préétablis⁸ et les sociétés ne peuvent modifier les conditions de performance relatives à une rémunération variable long terme qu'en cas de circonstances particulières qui maintiennent l'alignement des intérêts des actionnaires et des bénéficiaires⁹.

2. LA CONFORMITÉ DES RÉMUNÉRATIONS AU CODE AFEP-MEDEF

Les sociétés présentent, dans leur rapport sur le gouvernement d'entreprises, les rémunérations attribuées au titre ou au cours de l'exercice précédent. L'AMF rappelle qu'elle recommande que l'ensemble des rémunérations soient présentées au sein du tableau de synthèse des rémunérations¹⁰, y compris lorsqu'elles résultent d'une proposition de modification de la politique de rémunération ou lorsqu'elles sont exceptionnelles (incluant les indemnités d'arrivée et/ou de départ).

Les principaux constats sont les suivants:

- quelques rares sociétés ont effectivement versé en 2019 ou prévoient, dans leur politique de rémunération 2020, de verser une rémunération fixe ou une rémunération totale plus importante cette année que l'an dernier à un de leurs dirigeants, notamment dans le contexte d'un rapprochement avec d'autres entreprises. Or, la rémunération fixe ne doit, en principe, être revue qu'à intervalle de temps relativement long ; en cas d'augmentation de la rémunération fixe (ou totale) justifiée par des études comparatives, l'AMF recommande que la société apporte des explications circonstanciées, par exemple en donnant les caractéristiques du panel de sociétés comparables retenu, pour justifier la conformité de cette augmentation avec l'article 25.3.1 du code AFEP-MEDEF¹¹;
- au sein de l'échantillon de 58 sociétés, la rémunération variable à long terme¹² représente en moyenne 33% de la rémunération totale 2019 des présidents-directeurs généraux et directeurs généraux. L'AMF rappelle qu'elle « recommande [...] que le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le document de référence intègrent, en sus de la politique de rémunération et des rémunérations du dernier exercice clos, une vision globale de [l]a mise en œuvre [de cette dernière] sur plusieurs années¹³ » et incite les émetteurs à présenter un tableau synthétique présentant l'ensemble des plans en cours à titre nominatif (y compris les plans en cours d'acquisition);
- 5 sociétés de l'échantillon ont attribué ou versé des rémunérations exceptionnelles à leurs dirigeants mandataires sociaux en 2019, pour un montant souvent significatif. De nombreuses autres sociétés prévoient de le faire à travers leur politique de rémunération 2020. L'AMF observe qu'il est parfois difficile de distinguer, à la lecture des documents d'enregistrement universel, ce qui est rémunéré à travers la rémunération variable annuelle et ce qui est rémunéré par la rémunération exceptionnelle.
- 9 sociétés de l'échantillon se déclarent non conformes au code AFEP-MEDEF pour des rémunérations susceptibles d'être dues à l'occasion de, ou postérieurement à, des départs (indemnités de départ, de non-concurrence et de retraite). À l'occasion du départ de dirigeants, la majorité des sociétés de l'échantillon ont

8 Article 25.3.2 du code AFEP MEDEF : Le conseil définit les critères permettant de déterminer la rémunération variable annuelle ainsi que les objectifs à atteindre. Ceux-ci doivent être précis et bien entendu préétablis.

9 Article 25.3.3 du code AFEP-MEDEF : Seules des circonstances exceptionnelles (modification substantielle du périmètre, évolution imprévue du contexte concurrentiel, perte de la pertinence d'un indice de référence ou d'un groupe de comparaison...) justifient que les conditions de performance puissent être modifiées au cours de la période considérée. Dans ce cas, ces modifications sont rendues publiques après la réunion du conseil les ayant arrêtées. La modification des conditions de performance doit maintenir l'alignement des intérêts des actionnaires et des bénéficiaires.

10 Tableau 2 de la recommandation DOC-2012-02 de l'AMF et annexe au code AFEP-MEDEF.

11 Article 25.3.1 du code AFEP-MEDEF : « La rémunération fixe ne doit en principe être revue qu'à intervalle de temps relativement long. Si toutefois l'entreprise fait le choix d'une évolution annuelle de la rémunération fixe, cette évolution doit être modérée et respecter le principe de cohérence mentionné au § 25.1.2. En cas d'augmentation significative de la rémunération, les raisons de cette augmentation sont explicitées. »

12 Ces rémunérations long terme sont le plus souvent sous la forme d'actions de performance.

13 Recommandation AMF DOC-2012-02.

décidé, en 2019, du maintien des actions de performance non définitivement acquises. S'il est compréhensible que le départ du dirigeant mandataire social en cas de départ en retraite n'entraîne pas la perte systématique de la totalité de la rémunération variable pluriannuelle, l'AMF recommande, comme elle l'avait antérieurement précisé en 2014 et 2018, de mettre en place d'un mécanisme d'acquisition *prorata temporis*. En revanche, en cas de révocation, de non-renouvellement du mandat ou de démission (sauf si le non renouvellement ou la démission sont motivés par le départ en retraite ou l'invalidité), elle recommande d'exclure tout versement de la rémunération variable pluriannuelle.

- 10 sociétés mentionnent avoir maintenu, en le suspendant, le contrat de travail de l'un de leurs dirigeants mandataires sociaux¹⁴. 2 se sont mises en conformité en 2019 et 2020 et 2 précisent que la situation est temporaire.¹⁵ L'AMF rappelle qu'elle recommande de présenter au sein du document d'enregistrement universel les stipulations des contrats de travail des dirigeants qui peuvent avoir une incidence sur la rémunération des dirigeants, et notamment celles relatives aux indemnités de départ¹⁶.

3. LE RATIO D'ÉQUITÉ OU MULTIPLE DE RÉMUNÉRATION

Le ratio d'équité a été introduit en 2019 par la transposition dans la loi « Pacte » de la nouvelle directive « Droit des actionnaires » (ci-après, la « Directive Droits des actionnaires II » ou « Directive SRD 2 »). Il s'agit d'une nouvelle information du rapport sur le gouvernement d'entreprise, dont l'objectif est la mise en perspective de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux et de celle des salariés au cours des cinq exercices les plus récents.

L'AMF constate une grande disparité des résultats des ratios qui s'explique non seulement par des différences quant au montant des rémunérations mais également par des différences sur le périmètre des salariés pris en comparaison et, plus généralement, sur la méthodologie retenue.

Il est rappelé que la publication des ratios entre la rémunération de chacun des dirigeants concernés et la rémunération moyenne et médiane des salariés est exigée par la loi au niveau des salariés de la société cotée¹⁷. Ainsi, les sociétés qui ne présentent pas un tel ratio au niveau social doivent le justifier.

40 sociétés présentent un ratio d'équité portant sur un périmètre plus étendu¹⁸ que le seul périmètre de la société cotée concernée, sur la base d'un périmètre qu'elles jugent elles-mêmes représentatif. Le régulateur recommande aux sociétés de préciser ce périmètre et de justifier en quoi le périmètre choisi est représentatif et pourquoi, le cas échéant, la représentativité ne s'apprécie pas au niveau du groupe. Les sociétés qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF doivent, en complément, justifier en quoi elles sont conformes à ce code qui prévoit que : « les sociétés qui n'ont pas ou peu de salariés par rapport à l'effectif global en France, prennent en compte un périmètre plus représentatif¹⁹ par rapport à la masse salariale ou les effectifs en France des sociétés dont elles ont le contrôle exclusif au sens de l'article L.233-16 II du code de commerce » et précise que 80% des effectifs en France peut être considéré comme un périmètre significatif.

14 Cette recommandation s'applique aux président, président directeur général, directeur général dans les sociétés à conseil d'administration, au président du directoire, au directeur général unique dans les sociétés à directoire et conseil de surveillance, aux gérants dans les sociétés en commandite par actions.

15 Article 22 du code AFEP-MEDEF : « Il est recommandé, lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la société ou à une société du groupe, soit par rupture conventionnelle, soit par démission (Lorsque le contrat de travail est maintenu, celui-ci est suspendu conformément à la jurisprudence.) Cette recommandation s'applique aux président, président directeur général, directeur général dans les sociétés à conseil d'administration, au président du directoire, au directeur général unique dans les sociétés à directoire et conseil de surveillance, aux gérants dans les sociétés en commandite par actions. Elle ne vise pas les collaborateurs d'un groupe de sociétés qui, au sein de ce dernier, exercent des fonctions de dirigeant mandataire social dans une filiale du groupe, qu'elle soit cotée ou non cotée. »

16 Y compris les indemnités uniquement liées à la rupture du contrat de travail sans lien avec le mandat social (position-recommandation AMF DOC-2009-16).

17 Article L. 225-37-3 6° du code de commerce : « Pour le président du conseil d'administration, le directeur général et chaque directeur général délégué, les ratios entre le niveau de la rémunération de chacun de ces dirigeants et, d'une part, la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les mandataires sociaux, d'autre part, la rémunération médiane sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les mandataires sociaux.

18 L'AMF considère qu'un périmètre « élargi », ou « étendu », ou « jugé plus représentatif », est celui qui va au-delà du périmètre de la société cotée sans nécessairement représenter 80% des effectifs France.

19 80 % des effectifs en France peut être considéré comme un périmètre significatif.

L'AMF observe qu'il est difficile, à la lecture du rapport sur le gouvernement d'entreprise, de comprendre les modalités de calcul des ratios. L'AMF recommande aux sociétés de rappeler les éléments qui composent la rémunération du dirigeant prise en compte dans le calcul et à faire le lien avec la rémunération totale, présentée, par ailleurs, dans le rapport sur les rémunérations. Dans la mesure où la loi exige, sans plus de précisions, de prendre en compte la « *rémunération du dirigeant* » dans le calcul du ratio, l'AMF recommande aux sociétés qui auraient pris en compte une rémunération plus restreinte que la rémunération totale du dirigeant de faire preuve de transparence en précisant quels sont les éléments pris en compte, en justifiant pourquoi les autres éléments de rémunération ne l'ont pas été, et en rappelant les montants de ces autres éléments.

La façon dont est prise en compte la rémunération long terme a également un fort impact dans le calcul du ratio. Ces rémunérations étant non négligeables (puisqu'elles représentent sur l'échantillon un tiers des rémunérations en 2019), les sociétés devraient présenter dans le détail la méthodologie retenue pour les intégrer au calcul, et son application concrète.

4. LE VOTE EN ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

Le dispositif encadrant la rémunération des dirigeants mandataires sociaux s'articule autour d'un triple vote en assemblée générale ordinaire : un vote *ex ante*, sur la politique de rémunération des mandataires sociaux et toute modification importante de celle-ci, un vote *ex post*, sur le contenu du rapport sur le gouvernement d'entreprise présentant le détail des rémunérations versées ou attribuées aux mandataires sociaux durant l'exercice écoulé, et un troisième vote d'approbation qui conditionne le versement effectif des éléments de rémunération variables et exceptionnels attribués au cours d'un exercice donné.

Concernant le vote *ex ante*, l'AMF relève que les sociétés qui ont prévu une modification de la politique de rémunération vont devoir se poser la question de savoir si un tel vote sera ou non nécessaire sur les ajustements effectués dans le contexte de la pandémie, notamment en cas de modification des critères de la rémunération variable. Il appartiendra aux sociétés de présenter l'impact du changement proposé pour justifier de l'importance de la modification et du choix de la soumettre, ou non, au vote des actionnaires. L'AMF restera attentive à ce que les émetteurs conservent une cohérence entre les renoncements et réductions de rémunérations annoncées en 2020 dans le contexte de la pandémie et les modifications présentées à l'assemblée générale 2021.

Concernant le troisième vote, il est rappelé que : « *Les éléments de rémunération variables ou exceptionnels attribués au titre de l'exercice écoulé au président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, au directeur général, aux directeurs généraux délégués, au président du directoire, aux autres membres du directoire ou au directeur général unique, ne peuvent être versés qu'après approbation par une assemblée générale des éléments de rémunération de la personne concernée [...]»²⁰. Certains émetteurs retiennent une interprétation restrictive du terme « versés » et considèrent que seules les rémunérations en numéraire sont concernées. La pratique consistant à exclure de la sanction de non versement – en cas de désapprobation par l'assemblée générale des éléments de rémunération d'un dirigeant mandataire social pour l'exercice écoulé (*say on pay ex post*) – les rémunérations en actions attribuées au titre de l'exercice écoulé pose question au regard de la lettre de l'article L. 225-100, III, al. 2 du code de commerce et en tout état de cause au regard de l'intention du législateur.*

5. AUTRES CONSTATS SAILLANTS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Au titre des constats saillants en matière de gouvernance, l'AMF relève une proportion insuffisante d'administrateurs indépendants au sein du conseil et/ou des comités. L'AMF rappelle l'importance d'éviter la multiplication de représentants d'intérêts spécifiques au sein du conseil, lequel est réputé agir dans l'intérêt social de l'entreprise. Plus généralement, l'AMF recommande aux sociétés de justifier précisément les dérogations faites au code AFEP-MEDEF pour non-respect du taux d'indépendance, y compris lorsque des pactes ont été signés. Elle invite, par ailleurs, l'AFEP

²⁰ Article L. 225-100 III du code de commerce.

et le MEDEF à s'interroger sur les délais minimums et les conditions à respecter pour pouvoir considérer qu'un administrateur non indépendant est devenu indépendant du fait de l'évolution de sa situation personnelle.

Un autre constat saillant se rapporte à la faible quantité d'informations fournies par les sociétés sur la procédure d'appel d'offres lors du renouvellement des commissaires aux comptes. L'AMF rappelle aux sociétés concernées qu'elles doivent communiquer ces informations et les invite à les présenter dans le rapport du conseil à l'assemblée générale.

S'agissant du respect des recommandations et pistes de réflexions antérieures, l'AMF observe que les sociétés citées nominativement au sein du rapport précédent ont bien pris en compte les commentaires formulés et ont fait évoluer leurs pratiques dans le bon sens.

□ L'INFORMATION FOURNIE PAR LES CONSEILLERS EN VOTE

La troisième partie du rapport porte, conformément à l'article L 621-18-4 du COMOFI introduit par la loi PACTE, sur l'information fournie par les conseillers en vote, auxquels les investisseurs institutionnels ont fréquemment recours pour obtenir une analyse des projets de résolution des sociétés cotées ainsi que des recommandations de vote. Les trois acteurs dont la pratique a été étudiée par l'AMF, ISS, PROXINVEST et GLASS LEWIS, ont adhéré au code de conduite de l'organisation appelée *Best Practice Principles Group* (« BPPG »). Un organe de surveillance chargé de surveiller et de superviser la mise en œuvre des principes de ce code a été mis en place en 2020.

Au-delà de ces règles de *soft law*, des dispositions législatives ont été adoptées dans le cadre de la loi « Pacte » pour encadrer les pratiques des conseillers en vote.

Ainsi, les conseillers ont désormais l'obligation de communiquer des informations relatives aux conflits d'intérêts potentiels et aux relations commerciales susceptibles d'influencer l'élaboration de leurs recherches, conseils et recommandations de vote. À cet égard, l'ensemble des conseillers en vote considère qu'aucune de leurs relations commerciales actuelles n'est de nature à influencer leurs recherches, conseils et recommandation de vote. Selon les sites internet des conseillers en vote, la transparence sur les conflits d'intérêts est établie dans les rapports de recherche.

En application des articles L. 544-4 et R. 544-1 du code monétaire et financier, les conseillers en vote doivent également désormais rendre publiques les informations concernant la préparation de leurs recherches, conseils et recommandations de vote. Cette publication devant intervenir chaque année, l'AMF invite les conseillers à présenter l'ensemble de ces informations au sein d'un document annuel, en sus des informations fournies sur leur site. Le processus d'élaboration de la politique de vote implique un nombre de parties prenantes plus ou moins important selon les conseillers en vote. L'AMF invite les conseillers en vote à publier et commenter les modifications proposées. Elle observe que les informations concernant la préparation des recherches, conseils et recommandations de vote mériteraient de mieux identifier si, et le cas échéant comment, les spécificités nationales (en termes de marché, de législation et de réglementation) sont prises en compte.

L'AMF continue à recommander un dialogue entre conseillers en vote et émetteurs. À cet égard, le régulateur relève que désormais, en application de l'article R. 544-1 du code monétaire et financier, les conseillers en vote doivent informer annuellement si des dialogues ont lieu ou non avec les sociétés ayant fait l'objet de leurs recherches, conseils ou recommandations de vote. L'AMF rappelle qu'il est important que les émetteurs puissent avoir accès aux données qui les concernent afin d'avoir la possibilité de signaler des éventuelles erreurs factuelles ou omissions. Le processus décisionnel des conseillers en vote mériterait également d'être clarifié par chacun d'entre eux.

PARTIE 1 - ÉVOLUTIONS RÉCENTES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE

1. LE FONCTIONNEMENT DES ASSEMBLÉES GÉNÉRALES	11
1.1. La tenue des assemblées générales en France dans le contexte de la pandémie	11
1.2. Le guide méthodologique du traitement des votes en assemblées générales	29
1.3. L'identification des actionnaires et la confirmation des votes	29
2. ACTUALITÉS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE	33
2.1 L'activisme actionnarial	33
2.2 La mixité au sein des instances de gouvernance des sociétés	35
2.3 La « raison d'être »	38
2.4 La prise en compte du long terme	41

1. LE FONCTIONNEMENT DES ASSEMBLÉES GÉNÉRALES

Cette première partie évoque les sujets d'actualité concernant les assemblées générales, à savoir la tenue des assemblées générales dans le contexte de la pandémie (1.1.), l'activisme actionnarial (1.2.), le guide méthodologique du traitement des votes en assemblées générales (1.3.), ainsi que de l'identification des actionnaires et la confirmation des votes (1.4.).

1.1. La tenue des assemblées générales en France dans le contexte de la pandémie

Moment privilégié d'information des actionnaires, d'exercice de leurs prérogatives politiques et d'interaction avec les mandataires sociaux, l'assemblée générale est un élément fondamental de la démocratie actionnariale. Dans le cadre de ses missions et attributions légales, consistant notamment à veiller à la protection de l'épargne et à l'information des investisseurs, le régulateur boursier s'est toujours préoccupé, et ce dès les premiers mois d'existence de la COB²¹, de l'effectivité des droits des actionnaires à l'occasion des assemblées générales, en particulier du droit à l'information.

Les assemblées générales des sociétés cotées ont eu lieu, en 2020, dans le contexte exceptionnel de la pandémie de Covid-19 qui a profondément affecté leur déroulement. Un bilan contrasté²² peut être fait des assemblées générales tenues en 2020. Dans des délais contraints, les émetteurs ont déployé des efforts importants pour assurer le déroulement de leurs assemblées générales dans un contexte marqué par une crise sanitaire inédite, un cadre normatif instable et une conjoncture économique incertaine et dégradée. Ces assemblées se sont, dans leur grande majorité, tenues à « huis clos », portant de fait atteinte à certains droits des actionnaires. En dépit de l'impossibilité pour les actionnaires d'assister à ces assemblées générales, il est à noter que le quorum moyen de 2020 est resté stable par rapport à celui des assemblées générales tenues en 2019 et que le taux de contestation des résolutions soumises au vote des actionnaires a sensiblement augmenté cette année.

Afin de permettre la tenue des assemblées générales dans ce contexte inédit, interdisant ou limitant les rassemblements, une législation d'exception a été adoptée donnant lieu à un aménagement temporaire de certaines dispositions du code de commerce. Prise sur le fondement de la loi n°2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à la pandémie de Covid-19, l'ordonnance n°2020-321 du 25 mars 2020 portant adaptation des règles de réunion et de délibération des assemblées et organes dirigeants des personnes morales et entités dépourvues de personnalité morale de droit privé en raison de la pandémie de Covid-19 a aménagé, à titre temporaire, les règles de convocation, d'information, de participation et de délibération applicables aux assemblées générales, afin de permettre aux sociétés de tenir leur assemblée générale sans que leurs actionnaires n'y soient conviés physiquement.

Cette ordonnance a été complétée par le décret n°2020-418 du 10 avril 2020 portant adaptation des règles de réunion et de délibération des assemblées et organes dirigeants des personnes morales et entités dépourvues de personnalité morale de droit privé en raison de la pandémie de Covid-19.

21 V. *Commission des opérations de bourse, Rapport au Président de la République, 1968, p. 24 et s.* Le premier rapport de la COB consacre plusieurs pages à la tenue des assemblées générales et à « la nouvelle législation des assemblées générales ». Il est noté notamment que « la surveillance qu'exerce la Commission des opérations de bourse concerne, tant les publications périodiques obligatoires, que l'information donnée aux assemblées générales, ou celle qui est fournie d'une manière spontanée sur la vie sociale. [...] La réunion de l'ensemble des actionnaires en assemblée générale ordinaire est une occasion privilégiée pour les sociétés de présenter leur activité. Devant solliciter l'approbation des comptes de l'exercice écoulé, le Conseil d'administration se doit de les expliquer et de motiver les changements intervenus par rapport aux années antérieures. C'est un moment d'élection pour présenter une vue d'ensemble de la structure et du fonctionnement d'une société, esquisser les perspectives et formuler des intentions. »

22 V. *égal. Rapport du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, novembre 2020, p. 12* : « Le contexte sanitaire a conduit la quasi-totalité des sociétés à tenir leur assemblée 2020 à huis clos. Une majorité d'entre elles a fait de réels efforts pour favoriser l'expression des actionnaires (assouplissement des règles de réception des questions écrites, chats en assemblée, réponses à des questions « orales » reçues avant ou pendant l'assemblée, etc.) et leur information (documentation pré et post assemblée plus complète mise en ligne, retransmission de l'assemblée en visioconférence en direct, communication immédiate des résultats des votes). À l'opposé de ces bonnes pratiques, le Haut Comité a relevé que certaines sociétés ont limité l'information diffusée, n'ont pas offert de retransmission de l'assemblée ou n'ont communiqué que tardivement le résultat des votes ».

L'application de cette ordonnance et de ce décret n°2020-418, qui devait initialement prendre fin le 31 juillet 2020, a été prolongée jusqu'au 30 novembre 2020 par le décret n°2020-925 du 29 juillet 2020²³.

La mesure la plus emblématique de ce régime réside dans la possibilité donnée aux émetteurs d'organiser, à titre dérogatoire, leur assemblée à « huis clos ». Une assemblée « à huis clos » est une assemblée tenue sans que les actionnaires ne puissent assister à la séance en y étant présents physiquement. Le régime d'exception issu de l'ordonnance n° 2020-321 impose qu'une condition soit satisfaite pour pouvoir organiser une assemblée « à huis clos » : le lieu où il était prévu que l'assemblée se tienne doit être affecté, à la date de convocation (entendue au sens large, ce qui inclut, dans les sociétés cotées, la date de l'avis de réunion) ou à celle de la réunion, par une mesure administrative limitant ou interdisant les rassemblements collectifs pour des motifs sanitaires. Il appartient à chaque émetteur d'apprécier l'existence de cette condition au regard de l'évolution des mesures administratives prises en réponse à la crise sanitaire.

Ces dispositions ont permis « *d'organiser la suspension d'un droit pourtant fondamental pour l'associé : celui de pouvoir « participer », au sens propre du terme, à une assemblée générale* »²⁴. Dans le contexte de la crise sanitaire, et compte-tenu du calendrier des assemblées générales, les sociétés cotées se sont, pour la quasi-totalité d'entre elles, prévaluées de ces dispositions pour organiser leur assemblée « à huis clos ». En conséquence, les actionnaires de ces sociétés n'ont pu, cette année, exercer leur droit de vote qu'à distance – et en pratique avant l'assemblée : vote par correspondance (via un formulaire de vote), mandat de vote (également appelé « procuration ») ou, le cas échéant, vote sur Internet via une plateforme sécurisée.

Si ce dispositif a permis aux assemblées générales de se tenir dans le contexte exceptionnel de la crise sanitaire, il en est résulté une atteinte aux droits des actionnaires²⁵, comme par exemple le droit de participer au débat²⁶, et notamment le droit de poser des questions orales²⁷ ou le droit de déposer des résolutions nouvelles en séance²⁸.

Des critiques ont été formulées, notamment par des représentants d'épargnants, à l'encontre des dérogations apportées aux droits des actionnaires par ce régime d'exception²⁹. De nombreux auteurs se sont, en outre, inquiétés

23 Décret n° 2020-925 du 29 juillet 2020 prorogeant la durée d'application de l'ordonnance n° 2020-321 du 25 mars 2020, du décret n° 2020-418 du 10 avril 2020 et du décret n° 2020-629 du 25 mai 2020.

24 H. Le Nabasque, « Le droit des sociétés face au covid-19 », Bull. Joly Sociétés, avril 2020, n°04, p. 50.

25 « L'article 4 de l'ordonnance du 25 mars 2020 porte ainsi, sur le plan du droit, une atteinte grave au fonctionnement des sociétés car ce sont les prérogatives des actionnaires exercées au sein de l'organe souverain des sociétés habilité à prendre les décisions collectives les plus importantes pour l'activité sociale et son développement - les assemblées générales des actionnaires - qui sont affectées. Étant observé que cette atteinte au fonctionnement des organes sociaux s'accompagne d'une atteinte au statut des actionnaires puisque ceux-ci se voient privés de certains de leurs droits. (Th. Bonneau, « L'article 4 de l'ordonnance n° 2020-321 du 25 mars 2020 suspend-il temporairement les droits attachés à la qualité d'actionnaire ? », JCP E, n° 41, 8 Octobre 2020, act. 674).

26 Le code civil consacre ce droit fondamental en disposant que « tout associé a le droit de participer aux décisions collectives » (art. 1844). Ainsi qu'il a été observé, « tout actionnaire, comme tout associé, doit pouvoir participer à l'assemblée (article 1844 du code civil), donc au débat, et que la violation de ce principe est sanctionnée pénalement (article L. 242-9 1° du code de commerce). Par conséquent, il ne serait pas prudent de prévoir, dans les statuts ou dans un règlement intérieur, des règles trop rigides sur ce point, consistant par exemple à limiter a priori le temps de parole de chacun ou à attribuer au président seul le pouvoir permanent de déclarer la discussion close quand il l'estimerait utile alors que des actionnaires souhaiteraient prolonger le débat. » (AFEP, Vade-mecum à l'attention des membres du bureau des assemblées générales, élaboré en liaison avec l'ANSA, mars 2011, mise à jour en novembre 2015, p. 25).

27 « Il faut en principe répondre à toutes les questions des actionnaires. » (AFEP, Vade-mecum à l'attention des membres du bureau des assemblées générales, élaboré en liaison avec l'ANSA, mars 2011, mise à jour en novembre 2015, p. 35).

28 Article R. 225-78 3° du code de commerce.

29 Dans un communiqué de presse du 25 septembre 2020 relatif aux assemblées à huis clos, la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) a ainsi indiqué qu'elle « s'était émue de leur tenue de façon électronique surtout à huis-clos » (SFAF, « Assemblées générales, où en est le dialogue actionnarial ? », Communiqué de presse, 25 septembre 2020). La SFAF souligne que « les travaux récents de l'Université de Jérusalem mettent en lumière une forme d'appauvrissement du dialogue actionnarial et sa perte de contenu lors du passage pour une même société de l'assemblée réunie physiquement à l'assemblée tenue virtuellement. » Elle précise que le groupe de travail « gouvernance » de la SFAF « s'inquiète d'une possible reconduction en l'état de ces ordonnances alors que la demande de dialogue actionnarial s'intensifie fortement ». Elle relève, en outre, que les dispositions précitées « ont écarté de facto du débat actionnarial des dispositions d'ordre public comme la révocation en séance des administrateurs, point d'équilibre fondamental de la Loi de 1966 entre le pouvoir des associés et celui des dirigeants ». La SFAF demande par ailleurs « aux autorités de Place de garantir le caractère pleinement délibératif de l'assemblée générale de nature à préserver le vote de chaque actionnaire ».

des atteintes aux droits des actionnaires, en regrettant notamment les pouvoirs particuliers donnés aux dirigeants³⁰. D'autres redoutent une possible pérennisation de dispositions dérogatoires limitant le droit des actionnaires de participer activement aux décisions importantes de la société et d'être éclairés de façon pertinente³¹.

Préoccupée par les conséquences possibles de la crise sanitaire sur l'effectivité de la démocratie actionnariale, l'AMF a publié, dès le 6 mars 2020, un communiqué rappelant aux actionnaires des sociétés cotées qu'il leur est possible de voter aux assemblées générales sans y être physiquement présents et encourageant le vote à distance dans le contexte de la crise sanitaire³². Le 27 mars 2020, l'AMF a publié un second communiqué³³ informant les actionnaires et les sociétés cotées des mesures exceptionnelles prises pour l'organisation des assemblées générales dans ce contexte. Dans ce communiqué, l'AMF a également encouragé les émetteurs à observer certaines bonnes pratiques afin, notamment, d'assurer une information appropriée des actionnaires dans ce contexte exceptionnel. Afin de faciliter l'information des actionnaires, certains émetteurs ont publié tout ou partie des communiqués de l'AMF sur les pages de leur site internet dédiées à leur assemblée générale.

Dans son communiqué, l'AMF a également rappelé aux émetteurs qu'ils pouvaient, s'ils l'estiment opportun dans ce contexte, reporter la date de leur assemblée générale, notamment dans les conditions prévues par l'ordonnance n°2020-318 du 25 mars 2020³⁴. L'AMF a précisé que les sociétés cotées qui souhaitent reporter la tenue de leur assemblée générale devaient en informer dès que possible leurs actionnaires par un communiqué à diffusion effective et intégrale.

En principe, l'assemblée générale doit être tenue dans les six mois qui suivent la clôture des comptes. La majorité des émetteurs clôturant leur exercice social le 31 décembre, ces sociétés avaient ainsi jusqu'au 30 juin pour réunir les actionnaires en assemblée générale et procéder à l'approbation des comptes et à l'affectation du résultat. Compte tenu de la crise sanitaire, l'ordonnance n°2020-321 du 25 mars 2020 a aménagé exceptionnellement ce délai. Sous réserve de certaines conditions, le délai de six mois imposé aux sociétés commerciales pour approuver les comptes annuels a été prorogé de trois mois. Pour que ce délai légal d'approbation des comptes soit étendu de trois mois, certaines conditions doivent être remplies :

- (i) avoir clôturé ses comptes entre le 30 septembre 2019 et la date d'expiration d'un délai d'un mois suivant la date de cessation de l'état d'urgence sanitaire ;
- (ii) ne pas avoir encore approuvé ses comptes au 12 mars 2020 ;
- (iii) si un commissaire aux comptes a été désigné (volontairement ou pour satisfaire les obligations légales), que celui-ci n'ait pas encore émis son rapport sur les comptes au 12 mars 2020.

30 « Si le texte nouveau facilite le recours aux modes de consultation à distance, il donne néanmoins la main aux seuls dirigeants : c'est sur leur décision que les assemblées pourront se tenir hors la présence physique de leurs associés ou actionnaires. Autrement dit, la décision de tenir une assemblée à distance, qui relevait jusqu'à présent de la seule volonté des associés exprimée dans les statuts, est provisoirement transférée aux organes de direction. D'aucuns déplorent un renversement provisoire du principe de hiérarchie des organes sociaux que connaissent les sociétés anonymes, et qui est en réalité un principe de séparation des organes sociaux, chacun étant souverain dans sa sphère » (A. Couret, J.-J. Daigre, C. Barrillon, « Les assemblées et les conseils dans la crise », D. 2020, p. 723).

31 « En raison de la gravité de l'atteinte portée par l'ordonnance du 25 mars 2020, celle-ci ne saurait être prolongée au-delà de la période indiquée par l'ordonnance elle-même (V. pourtant, Amdt n° 1112, après art. 43 ter, projet de loi d'accélération et de simplification de l'action publique, AN, 24 sept. 2020), sauf à modifier profondément le fonctionnement des sociétés et le statut de l'actionnaire alors même que les sociétés sont, sur le plan économique, les forces vives du pays et que ce sont les actionnaires qui prennent les risques, ce qui leur donne le droit de participer activement aux décisions importantes de la société et d'être éclairés de façon pertinente, le droit d'être éclairé étant à l'évidence dans la dépendance du droit de poser des questions et de proposer des modifications de résolution. » (Th. Bonneau, « L'article 4 de l'ordonnance n° 2020-321 du 25 mars 2020 suspend-il temporairement les droits attachés à la qualité d'actionnaire ? », JCP E, n° 41, 8 Octobre 2020, act. 674).

32 AMF, Communiqué de presse relatif aux assemblées générales de sociétés cotées, 6 mars 2020.

33 AMF, Covid-19 : L'AMF informe les actionnaires et les sociétés cotées des mesures exceptionnelles prises pour l'organisation des assemblées générales, communiqué, 27 mars 2020. Une mise à jour de ce communiqué fut publiée le 17 avril 2020, à la suite de la publication du décret n° 2020-418 du 10 avril 2020 portant adaptation des règles de réunion et de délibération des assemblées et organes dirigeants des personnes morales et entités dépourvues de personnalité morale de droit privé en raison de l'épidémie de Covid-19.

34 Ordonnance n° 2020-318 du 25 mars 2020 portant adaptation des règles relatives à l'établissement, l'arrêté, l'audit, la revue, l'approbation et la publication des comptes et des autres documents et informations que les personnes morales et entités dépourvues de personnalité morale de droit privé sont tenues de déposer ou publier dans le contexte de l'épidémie de Covid-19.

Il convient de noter que les sociétés européennes (SE) et les sociétés coopératives européennes (SCE) ne peuvent bénéficier de cette mesure dérogatoire puisque la tenue de leurs assemblées générales est régie par les règlements (CE) n°2157/2001 et n°1435/2003, aux termes desquels les assemblées générales doivent en principe avoir lieu dans les six mois de la clôture de l'exercice. Publié au Journal officiel de l'Union européenne du 27 mai 2020 (JO EU, L165/25), le règlement (UE) 2020/699 du 25 mai 2020 établissant des mesures temporaires concernant les assemblées générales des sociétés européennes (SE) et des sociétés coopératives européennes (SEC) a autorisé ces sociétés à tenir leur assemblée générale dans les douze mois de la clôture de l'exercice, pour autant qu'elle ait lieu au plus tard le 31 décembre 2020. Ce règlement est applicable depuis le 28 mai 2020, étant précisé qu'il s'agit d'une mesure exceptionnelle et dérogatoire s'appliquant uniquement pour les assemblées générales qui doivent se tenir en 2020.

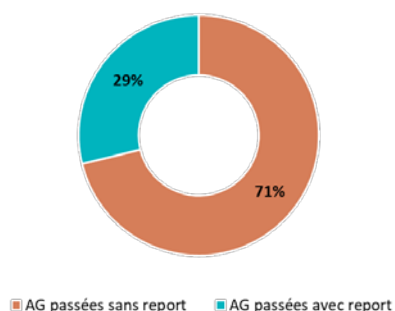
En prenant pour échantillon les 118 sociétés du SBF 120 – indice tel qu'arrêté au 31 mars 2020 – dont l'assemblée générale s'est tenue entre les mois de janvier et septembre 2020, plusieurs constats et observations (développés ci-après) peuvent être faits sur cette saison des assemblées générales. Il est précisé que deux sociétés³⁵ de l'échantillon ont tenu leur assemblée en janvier, soit avant la crise sanitaire. Les deux sociétés³⁶ du SBF 120 dont l'assemblée générale annuelle se tiendra en novembre ne font pas partie de l'échantillon.

□ Modalités de tenue et de retransmission de l'assemblée générale

Premier fait significatif, directement lié à la crise sanitaire, le nombre d'assemblées générales ayant été reportées cette année représente 29 % des sociétés de l'échantillon. La durée moyenne de ces reports est de 47 jours par rapport à la date initialement annoncée. Le plus souvent, les assemblées générales ont été reportées au mois de juin. Les émetteurs concernés ont pris la décision de reporter leur assemblée générale dans l'espoir, louable, d'une amélioration future des conditions sanitaires et d'un allègement corrélatif des mesures limitant les rassemblements. Ce nombre de reports est significatif par rapport aux années précédentes. Il doit cependant être relativisé au regard du contexte ayant occasionné ces reports : dans les circonstances exceptionnelles de la crise sanitaire, les sociétés de l'échantillon n'ont pas massivement utilisé les possibilités de report offertes par les dispositions légales susmentionnées.

A l'exception d'une société³⁷, toutes les sociétés de l'échantillon qui ont reporté leur assemblée générale ont informé leurs actionnaires des nouvelles modalités de tenue de l'assemblée générale notamment en publiant au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO), conformément à la réglementation en vigueur, un avis de convocation mentionnant la date, l'heure, et les modalités de participation à l'assemblée reportée.

Report/maintien de la date de l'AG



□ Plus d'un quart des assemblées générales ont été reportées :

➤ 84 sociétés ont **maintenu** la date initiale de leur AG

➤ 34 sociétés ont **reporté** leur AG

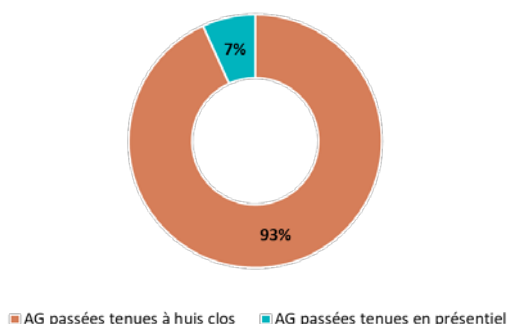
³⁵ Sodexo et Trigano.

³⁶ Sociétés ainsi exclues de l'échantillon : Eutelsat (assemblée générale en date du 5 novembre 2020) et Pernod Ricard (assemblée générale du 27 novembre 2020).

³⁷ Sartorius Stedim Biotech, dont seul l'avis de convocation relatif à l'assemblée qui devait initialement se tenir le 24 mars 2020 a été publié le 9 mars 2020 au BALO (alors que l'assemblée générale a été reportée au 24 juin) et dont la documentation sociale figurant sur le site internet faisait – et fait toujours – mention de l'ancienne date de l'assemblée.

En 2020, les assemblées générales ont été, dans leur grande majorité, tenues à huis clos. A l'exception de quatre assemblées générales de sociétés de droit étranger, des deux assemblées générales qui se sont tenues en janvier et de deux assemblées générales qui se sont tenues en présence des actionnaires, en juillet et en septembre, après un assouplissement des mesures de limitation des rassemblements³⁸, toutes les autres sociétés de l'échantillon, soit 110 sur 118 sociétés, ont tenu leur assemblée générale annuelle 2020 sans la présence physique des actionnaires³⁹.

Tenue de l'AG à huis clos/en présentiel



□ Des assemblées générales 2020 à huis clos, sauf exceptions :

- 110 tenues à huis clos
- 8 tenues en présentiel
 - 4 AG de sociétés de droit étranger
 - 2 AG tenues en janvier
 - 2 AG tenues en juillet et en septembre

Afin d'informer au mieux les actionnaires, *a fortiori* dans le contexte exceptionnel des assemblées générales tenues à « huis clos », l'AMF a encouragé les émetteurs à « *retransmettre l'assemblée générale en direct, en format audio ou vidéo, par diffusion en streaming ou par tout procédé de retransmission accessible aux actionnaires* »⁴⁰.

Il apparaît que les sociétés de l'échantillon ont majoritairement (73 %) diffusé leur assemblée générale - à la fois en direct et en différé - en utilisant des moyens de retransmission audio ou vidéo, permettant ainsi un large accès virtuel à leur assemblée à leurs actionnaires.

Quelques sociétés ont procédé à une diffusion exclusivement en direct (8 sociétés) ou exclusivement en différé (3 sociétés).

Enfin, 20 sociétés de l'échantillon n'ont pas du tout proposé de retransmission - que ce soit direct ou en différé - de leur assemblée, ce qui peut être regretté, *a fortiori* dans un contexte privant les actionnaires de la possibilité d'assister à l'assemblée générale.

Il est à noter, par ailleurs, que quelques rares sociétés ont diffusé une vidéo préenregistrée plusieurs jours avant la date de leur assemblée générale⁴¹.

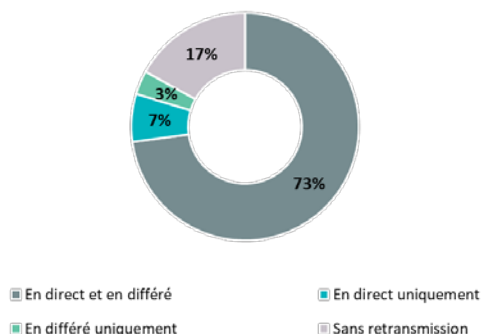
38 Il s'agit de la société Iliad, dont l'avis de convocation précisait que l'assemblée générale du 21 juillet se tiendrait « en présence des actionnaires et des personnes ayant le droit d'y assister, dans les conditions de nature à permettre le respect des mesures d'hygiène et de distanciation sociale prescrites par la réglementation en vigueur ». Il s'agit également de la société Soitec, dont l'avis de réunion indiquait cependant qu'« en outre, eu égard à la circulation du virus COVID19 et aux préconisations du gouvernement visant à éviter les rassemblements publics, le conseil d'administration invite à la plus grande prudence dans ce contexte et recommande à chaque actionnaire de privilégier le vote par correspondance ou le pouvoir au président plutôt qu'une présence physique. »

39 Il est à noter que certaines assemblées générales ne portant pas sur l'approbation des comptes annuels de l'exercice 2019 n'ont pas été prises en compte dans l'échantillon. C'est le cas, par exemple, de l'assemblée générale ordinaire de Bouygues qui s'est tenue le 4 septembre 2020, quatre mois après l'assemblée générale mixte de ce même émetteur sur l'exercice 2019, qui s'est tenue le 23 avril 2020. Fait notable, l'assemblée générale de Bouygues du 4 septembre 2020 ne s'est pas tenue à huis clos. L'émetteur a cependant indiqué aux actionnaires qu'« eu égard à la circulation du virus SARS-CoV-2 et aux préconisations du gouvernement visant à limiter les rassemblements publics, le conseil d'administration invite à la plus grande prudence dans ce contexte et recommande à chaque actionnaire de privilégier le vote par correspondance ou le pouvoir au président plutôt qu'une présence physique ».

40 AMF, Covid-19 : L'AMF informe les actionnaires et les sociétés cotées des mesures exceptionnelles prises pour l'organisation des assemblées générales, communiqué, 27 mars 2020.

41 V. not. L. Boisseau, « La curieuse assemblée générale d'Elior, première à se tenir à huis clos », 23 mars 2020, p. 32. Il est à noter que la société Elior a été la première à tenir - le 20 mars 2020 - son assemblée générale, juste après le début du confinement et avant la publication de l'ordonnance n° 2020-321 du 25 mars 2020, dont elle n'a donc pas pu se prévaloir.

Modalités de retransmission des assemblées générales



La majorité des sociétés ont proposé une retransmission de leur assemblée générale :

- retransmission en direct et en différé (86 sociétés)
- retransmission en direct uniquement (8 sociétés)
- retransmission en différé uniquement (4 sociétés)
- sans retransmission (20 sociétés)
 - dont 8 AG de sociétés de droit étranger
 - dont 1 AG tenue en janvier
 - dont les 2 AG qui se sont tenues en présentiel en juillet et septembre

Si elles sont utiles et favorisent la bonne information des actionnaires absents et celle du marché, ces retransmissions, en direct ou en différé, ne remplacent pas la tenue « physique » d'une assemblée générale, qui reste « un temps fort de la vie de la société »⁴².

Parce qu'elles permettent à l'ensemble des actionnaires, où qu'ils résident, de pouvoir prendre connaissance du déroulement et des débats de l'assemblée générale, l'AMF encourage - indépendamment de la tenue « physique » des assemblées générales - les sociétés cotées à retransmettre leur assemblée générale en direct et en différé sur leur site internet, en format audio ou vidéo, par tout procédé de retransmission⁴³. En effet, les sujets qui sont présentés en assemblée générale présentent un intérêt certain pour tout investisseur, au-delà du moment-même de la réunion de l'assemblée.

S'agissant de la communication des émetteurs sur la retransmission de leur assemblée, certains émetteurs ont indiqué tenir leur assemblée par « visioconférence » ou par « conférence téléphonique », alors que le dispositif mis en place s'apparentait davantage à un simple procédé de transmission audio ou vidéo, sans interaction possible. Afin de ne pas susciter de confusion, il importe de diffuser une information non équivoque afin de permettre aux actionnaires d'appréhender concrètement les modalités de retransmission et d'interaction qui sont prévues dans le cadre de l'assemblée générale.

Composition du bureau

S'agissant de la composition du bureau de l'assemblée, l'article 8 du décret n°2020-418 du 10 avril 2020 a prévu, en cas d'assemblée « à huis clos », les modalités suivantes :

- l'assemblée est présidée par le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, selon le cas, ou, en son absence, par la personne prévue par les statuts, comme cela est normalement le cas. En l'absence de cette personne, ou dans le silence des statuts, l'assemblée est présidée par la personne désignée à cet effet par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance parmi les membres de ce dernier ou, en cas d'indisponibilité, parmi les mandataires sociaux (par exemple, le directeur général ou le directeur général délégué, un membre du directoire) ;

⁴² ANSA, Note Pratique, Quelques suggestions à l'intention de MM. les Présidents pour la conduite des assemblées générales d'actionnaires, mars-avril 1997, n° 2 883, p. 1.

⁴³ Pour mémoire, l'AMF recommande, en outre, aux émetteurs de rendre accessible sur leur site internet, au moins pour les trois dernières années, « les captations vidéo ou audio de tout ou partie de l'assemblée générale (si l'émetteur a réalisé de tels enregistrements), étant précisé qu'en cas d'enregistrements partiels, l'émetteur devra indiquer que des parties ont été omises » (Recommandation AMF n° 2012-05, Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 2 juillet 2012, mise à jour en octobre 2018).

- deux scrutateurs sont désignés par l'organe compétent pour convoquer l'assemblée ou son délégataire. Ce dernier doit « s'efforcer » de choisir les scrutateurs parmi les actionnaires. L'article 8, I, 2° du décret du 10 avril 2020 dispose ainsi que « *l'organe compétent pour convoquer l'assemblée ou son délégataire désigne deux scrutateurs, qu'il s'efforce de choisir parmi les actionnaires. A défaut, les scrutateurs peuvent être choisis en dehors des actionnaires* ». Il en résulte que ce n'est que par « défaut » que les scrutateurs peuvent être choisis « en dehors des actionnaires ».

En outre, le décret n°2020-418 du 10 avril 2020 a prévu que les actionnaires doivent être informés de l'identité et de la qualité des personnes désignées, dès que possible et par tous moyens⁴⁴ (par exemple, dans les documents de convocation ou dans un communiqué de presse). Certains émetteurs ont publié un communiqué *ad hoc* consacré à la « désignation des scrutateurs », en amont de leur assemblée générale. D'autres ont précisé l'identité des scrutateurs dans leurs avis de réunion ou de convocation insérés au BALO. Il apparaît cependant qu'en dépit des prescriptions du décret n°2020-418 du 10 avril 2020, de nombreuses sociétés de l'échantillon n'ont pas informé leurs actionnaires « *dès que possible et par tous moyens, de l'identité et de la qualité des personnes désignées* ».

La question de la composition du bureau, pour les assemblées qui se sont tenues à « huis clos », a fait l'objet d'interrogations et de critiques. En temps normal, « *sont scrutateurs de l'assemblée, les deux membres de l'assemblée disposant du plus grand nombre de voix et acceptant cette fonction* »⁴⁵. L'article 8, I, 2° du décret n°2020-418 du 10 avril 2020, qui s'applique à titre dérogatoire, impose uniquement à l'organe compétent « *qu'il s'efforce de choisir [les scrutateurs] parmi les actionnaires* ». Cela constitue, non plus une obligation de résultat, mais une simple « *obligation de moyen* »⁴⁶. Il semble en résulter non seulement que les deux principaux actionnaires pourraient ne pas être sollicités pour constituer le bureau, mais également que les scrutateurs pourraient même ne pas être actionnaires de la société. Ainsi qu'il a été observé, « *on peut s'interroger sur le caractère discrétionnaire ou non de tels choix. Il pourrait, en effet, paraître singulier que l'on ne demande pas d'abord aux deux principaux actionnaires avant que de désigner une autre personne. La chose paraît peu concevable dans une société cotée, sauf à donner crédit à la thèse de ceux qui soupçonneraient la direction en place de vouloir fausser le jeu de la démocratie actionnariale* »⁴⁷.

La dérogation au droit commun introduite par l'article 8, I, 2° du décret n°2020-418 du 10 avril 2020 apparaît contestable en ce qu'elle donne *in fine* une latitude considérable au conseil d'administration (ou au directoire) pour composer le bureau. Une telle latitude n'apparaît pas justifiée, même dans le contexte particulier de la crise sanitaire. Si un régime d'exception devait perdurer à raison d'une prolongation de la crise sanitaire, il serait souhaitable, conformément aux principes de droit commun, que le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, soient tenus de solliciter les deux principaux actionnaires participant à l'assemblée générale, en gardant la possibilité, en cas de refus ou de non-réponse de ceux-ci, de désigner les scrutateurs parmi les autres actionnaires.

En pratique, il apparaît que de nombreuses sociétés de l'échantillon n'ont pas désigné les scrutateurs parmi leurs principaux actionnaires sans donner d'information à cet égard. Il apparaît également que certaines sociétés n'ont pas sollicité leurs principaux actionnaires pour occuper les fonctions de scrutateurs, ce qui constituait pourtant un enjeu non négligeable dans le cadre d'assemblées générales tenues, de manière dérogatoire, hors la présence des actionnaires, *a fortiori* dans le cas d'assemblées générales donnant lieu à des contestations actionnariales.

44 Les termes de l'article 8, III dudit décret sont en effet, sans ambiguïté : « Les membres des assemblées sont informés, dès que possible et par tous moyens, de l'identité et de la qualité des personnes désignées ».

45 Article R. 225-101, al. 1er du code de commerce.

46 R. Mortier, « Covid-19 - Organes collégiaux et confinement (Ord. n° 202-321, 25 mars 2020. – Et D. n° 2020-418, 10 avr. 2020) », *Droit des sociétés*, n° 5, mai 2020, comm. 59.

47 A. Couret, « Décret du 10 avril 2020 : précisions sur les assemblées à huis clos », *Bull. Joly Sociétés*, mai 2020, n°5, p. 7

□ Modalités de vote

Afin d'assurer une information appropriée des actionnaires, l'AMF a encouragé les émetteurs à permettre à leurs actionnaires de voter sur Internet *via* une plateforme de vote sécurisée, à condition que les délais avant la tenue de l'assemblée générale permettent à l'émetteur de mettre en place une telle modalité de vote⁴⁸.

L'adoption par les émetteurs d'outils technologiques permettant aux actionnaires de voter par voie électronique, non seulement dans des circonstances exceptionnelles mais également dans le cadre ordinaire, s'est effectuée de manière très progressive au cours des dernières années. Il apparaît cependant que des recherches sont actuellement menées par certains émetteurs et prestataires pour développer de nouvelles plateformes de vote électronique s'appuyant notamment sur la technologie *blockchain*⁴⁹.

En dépit de la tenue à « huis clos » de la quasi-totalité des assemblées générales, privant de fait les actionnaires de leur droit de voter en séance, un nombre significatif de sociétés de l'échantillon (un peu moins d'une vingtaine, dont six sociétés de droit étranger) n'a pas proposé à leurs actionnaires de voter à distance par voie électronique. Pour les actionnaires de ces sociétés, seuls les vote par correspondance ou par procuration étaient possibles cette année.

Pour les émetteurs qui ont permis à leurs actionnaires de voter à distance par voie électronique, il importe de noter qu'aucun n'a permis que ce vote électronique puisse intervenir « en direct », c'est-à-dire pendant l'assemblée générale, ce qui aurait notamment permis aux actionnaires de s'exprimer après avoir pris connaissance des derniers développements concernant l'émetteur et des présentations orales des mandataires sociaux, retransmises en audio ou vidéo, lors de l'assemblée.

Il est rappelé à cet égard que le vote à distance et « en direct » est légal en France depuis près de 20 ans. Dans le cadre de la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, le législateur avait pris soin, en effet, d'amender le code de commerce pour permettre le recours à une telle procédure de vote. En 2005, le Rapport « Mansion » observait à cet égard que « *le vote électronique en séance peut être soit un vote électronique à distance, par Internet soit un vote électronique in situ avec utilisation de boîtiers électroniques. Concernant le vote électronique à distance "en direct", dont la possibilité est juridiquement ouverte et encadrée, il est observé en pratique qu'aucune société ne l'utilise car l'offre technologique actuelle ne présente pas toutes les garanties de fiabilité* »⁵⁰. En dépit des progrès technologiques importants enregistrés au cours de la dernière décennie⁵¹, aucun émetteur de l'échantillon n'a offert une telle faculté de vote « en direct » à ses actionnaires.

A l'étranger, des émetteurs de premier plan, notamment européens, permettent d'ores et déjà à leurs actionnaires de voter à distance par voie électronique, « en direct » de l'assemblée générale. Les actionnaires peuvent ainsi voter pendant l'assemblée générale, en temps réel (« *real time* »), à partir de leurs « *smartphones* », de leurs « *tablettes* » ou de leurs ordinateurs personnels connectés à internet. Cette modalité de vote est aujourd'hui permise par de grandes

48 AMF, Covid-19 : L'AMF informe les actionnaires et les sociétés cotées des mesures exceptionnelles prises pour l'organisation des assemblées générales, communiqué, 27 mars 2020, mise à jour le 17 avril 2020.

49 C'est le cas, en particulier, de la société Atos, qui a expérimenté une technologie basée sur la blockchain lors de sa dernière assemblée générale. « Atos SE a testé sa plateforme de vote développée en interne, « Atos Vote »©, utilisant la technologie blockchain, disponible sur les smartphones Android et iOS, mise à disposition des salariés actionnaires directs d'Atos SE, qui ont été invités dans le cadre de cette expérience pilote à voter avant l'Assemblée Générale. Atos procédera à de nouveaux tests de cet outil de vote en partenariat avec d'importants acteurs de la place dans le cadre de prochains événements. » (Atos, Assemblée Générale Annuelle d'Atos, communiqué de presse, 16 juin 2020).

50 AMF, Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, Rapport du groupe de travail présidé par Yves Mansion, 15 septembre 2005, p. 36

51 V. not. J. Granotier, « Vers un véritable vote électronique en assemblée générale ? », Droit des sociétés, n° 8-9, août 2020, repère 8 : « En conclusion, s'il n'existe pas de barrière juridique (on peut même considérer que la tendance est, au contraire, à la promotion du vote électronique, sous l'impulsion de la directive n° 2017-828 du 17 mai 2017 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires et de la recommandation AMF 2012-05, modifiée en octobre 2018), ni de barrière technologique (sous réserve de pouvoir s'assurer de la fiabilité et de la sécurité des systèmes de vote), il ne manquerait finalement plus qu'une véritable volonté, de la part des associations professionnelles, de mettre en place ce vote électronique en direct des actionnaires. »

capitalisations européennes cotées sur Euronext, comme, par exemple, Akzo Nobel⁵², KPN⁵³, Randstad⁵⁴ ou ABN AMRO⁵⁵.

L'AMF rappelle son attachement à l'effectivité de l'exercice de l'ensemble des droits des actionnaires en assemblée générale : le droit des actionnaires de voter en séance, de participer, de poser des questions et, dans certains cas, de déposer des résolutions lors des assemblées générales. Ces droits, consacrés de très longue date par le code de commerce, sont essentiels à l'effectivité de la démocratie actionnariale.

À l'ère du numérique, il importe, en outre, que les actionnaires des sociétés cotées puissent, au-delà du droit d'assister « en présentiel » à l'assemblée, se voir offrir des modalités de vote et de participation à l'assemblée générale leur permettant d'exercer leurs prérogatives - à distance et en direct - dans des conditions analogues à celles dont ils disposent, en séance, dans le cadre des assemblées générales. De tels progrès requièrent un travail en commun, sur la durée, des différentes parties prenantes et notamment des établissements centralisateurs, en particulier sur les modalités techniques et les coûts y afférents.

□ Vote à distance des mandataires

Dans un contexte d'assemblées générales tenues à « huis clos », la possibilité pour les actionnaires de voter à distance via un mandat de vote (également appelé « procuration ») revêt un enjeu particulier. La possibilité pour les mandataires de voter à distance a été expressément prévue par le régime d'exception mis en place par l'ordonnance du 25 mars 2020 et le décret du 10 avril 2020. Aux termes de l'article 6 de ce décret :

« Lorsqu'il est fait application des dispositions du premier alinéa de l'article 4 de l'ordonnance du 25 mars 2020 précitée et qu'un actionnaire donne mandat à l'une des personnes mentionnées au I de l'article L. 225-106 du code de commerce :

1° Les mandats avec indication de mandataire, y compris, par dérogation à la première phrase de l'article R. 225-80 du code de commerce, ceux donnés par voie électronique dans les conditions définies à l'article R. 225-61 du même code, peuvent valablement parvenir à la société jusqu'au quatrième jour précédant la date de l'assemblée générale ;

2° Le mandataire adresse ses instructions pour l'exercice des mandats dont il dispose, à la société ou à l'intermédiaire habilité par elle, par message électronique à l'adresse électronique indiquée par la société ou

52 « Q: How can I submit a vote and know that I virtually voted?

A: During the meeting, you will be able to vote. Click on the voting button to submit your votes. When selecting the button of our choice your vote will be cast automatically. Please submit your vote on all resolutions. The application will confirm that your vote(s) has/have been received.

Q: Can I change my vote during the AGM if I virtually participate?

A: Yes, you will be able to amend your votes during the AGM until the Chairman declares that the voting will be closed after the last voting item. » (Akzo Nobel, Manual and FAQ - Hybrid Annual General Meeting, 2020, p. 20).

53 « Virtual voting - KPN wishes to assist its Shareholders to attend its Annual General Meeting of Shareholders virtually by providing an adequate opportunity to follow the proceedings of the meeting and to vote electronically and real time during the meeting. Shareholders can attend and vote at the meeting on all Shareholders' resolutions via the internet, therefore online and remote with their own smartphone, tablet or personal computer, unless the Shareholder's Intermediary does not accommodate online voting. » (KPN, Invitation to attend the KPN Annual General Meeting of Shareholders 2020, 4 mars 2020, p. 3).

54 « Randstad aims to assist its Shareholders who wish to attend the Virtual Meeting virtually by providing an adequate opportunity to vote electronically and real time during the Virtual Meeting. [...] Each Shareholder may follow the proceedings of the Virtual Meeting virtually, deliberate and vote in real time electronically, provided that he timely selects these options via the Third Party Agent in accordance with the instructions provided in the convocation of the Virtual Meeting. [...] The Company enables all Shareholders to pose questions during the Virtual Meeting. The Chairman will at his own discretion, alternate among in-person attendees (if any), questions submitted in advance, and those Shareholders online who may be submitting questions in real time » (Randstad, Policy regarding the Virtual General Meeting of Shareholders, 2020, p. 1 et s.).

55 « Shareholders and Depositary Receipt Holders will be provided with the opportunity to follow (watch, listen or otherwise) the Hybrid General Meeting and vote electronically during the Hybrid General Meeting. The Hybrid General Meeting shall be treated as having commenced if it has commenced at the physical place specified in the convocation. Shareholders and Depositary Receipt Holders may participate in the Hybrid General Meeting via the Online Platform. The Online Platform will be provided by the Online Platform Providers. Shareholders and Depositary Receipt Holders must identify themselves electronically through a secured access on the Online Platform to enter the virtual part of the Hybrid General Meeting. » (ABN AMRO, Terms and Conditions for Hybrid General Meetings, 2020, p. 2).

l'intermédiaire, sous la forme du formulaire mentionné à l'article R. 225-76 de ce code, au plus tard le quatrième jour précédant la date de l'assemblée. »

Afin d'assurer une information appropriée des actionnaires dans le contexte exceptionnel de la crise sanitaire, l'AMF a encouragé les émetteurs à « *mettre en place, le plus tôt possible en amont de l'assemblée générale, une communication claire, précise et accessible à l'attention de l'ensemble des actionnaires* » concernant notamment « *les différentes modalités de vote disponibles, en précisant, sur leur site internet et dans leurs communiqués relatifs à l'assemblée générale, le traitement qui sera fait des mandats de vote dans ce contexte* »⁵⁶.

Deux observations factuelles peuvent être faites à cet égard. En premier lieu, bien que « *le décret autorise explicitement les mandataires à voter eux-mêmes à distance, contrairement à la pratique jusqu'ici en vigueur* »⁵⁷, de nombreux émetteurs n'ont pas permis aux mandataires d'exprimer leur vote à distance⁵⁸, ce qui n'a pas été sans conséquence puisque ces mandataires ne pouvaient pas non plus, cette année, voter en séance lors de l'assemblée générale. En second lieu, de nombreux émetteurs n'ont pas communiqué, comme l'AMF les y invitait, sur « *le traitement qui sera fait des mandats de vote dans ce contexte* ».

□ Questions des actionnaires

Dans la mesure où les assemblées générales à huis clos ne permettent pas aux actionnaires de poser de questions orales pendant l'assemblée générale, l'AMF a également encouragé les émetteurs à accepter de recevoir et de traiter, dans la mesure du possible, les questions écrites des actionnaires qui sont envoyées à l'émetteur après la date limite (à savoir le quatrième jour ouvré précédant la date de l'assemblée générale)⁵⁹ prévue par les dispositions réglementaires⁶⁰. Il apparaît à cet égard qu'un peu plus d'un quart des sociétés de l'échantillon ont accordé à leurs actionnaires un délai supplémentaire, allant au-delà des exigences légales. Les délais supplémentaires qui ont été accordés par ces sociétés sont variables, allant de trois jours ouvrés à un jour ouvré avant l'assemblée.

⁵⁶ AMF, Covid-19 : L'AMF informe les actionnaires et les sociétés cotées des mesures exceptionnelles prises pour l'organisation des assemblées générales, communiqué, 27 mars 2020.

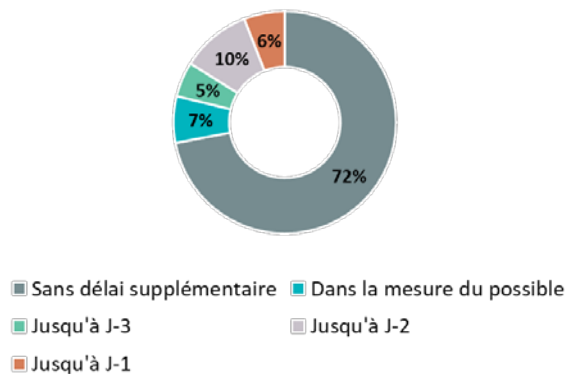
⁵⁷ A. Couret, Décret du 10 avril 2020 : précisions sur les assemblées à « huis clos », Bull. Joly Sociétés, mai 2020, p. 7

⁵⁸ Au début de la saison des assemblées générales, il a d'ailleurs été relevé que « pour l'instant il semble que plusieurs sociétés aient choisi de ne pas prendre en compte les mandats à tiers, en l'absence de possibilité de représentation physique » (M. de Szilbereczky, Des assemblées sans rassemblement ?, Droit des sociétés n° 5, Mai 2020, étude 7, p. 21).

⁵⁹ Aux termes de l'article R. 225-84, al. 1er du code de commerce, « les questions écrites mentionnées au troisième alinéa de l'article L. 225-108 sont envoyées, au siège social par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au président du conseil d'administration ou du directoire ou par voie de télécommunication électronique à l'adresse indiquée dans la convocation, au plus tard le quatrième jour ouvré précédant la date de l'assemblée générale ».

⁶⁰ AMF, Covid-19 : L'AMF informe les actionnaires et les sociétés cotées des mesures exceptionnelles prises pour l'organisation des assemblées générales, communiqué, 27 mars 2020, mise à jour le 17 avril 2020.

Délai supplémentaire pour poser des questions écrites



❑ **33 sociétés** ont offert à leurs actionnaires un délai supplémentaire pour poser des questions écrites (le délai légal est fixé à J-4 avant l'assemblée générale) :

- réception après le délai légal, « dans la mesure du possible » sans indication de délai (8 sociétés)
- jusqu'à J-3 (6 sociétés)
- jusqu'à J-2 (12 sociétés)
- jusqu'à J-1 (7 sociétés)

Le site internet de plusieurs sociétés de l'échantillon (quinze, dont quatre sociétés de droit étranger) ne mentionne aucune question d'actionnaires, et *a fortiori* aucune réponse de la part des émetteurs concernés. Pas plus ces sociétés ne donnent-elles d'information à cet égard.

La publication sur leur site internet, par les émetteurs, de réponses à des questions d'actionnaires n'est pas obligatoire, dès lors que la réponse a été apportée au cours de l'assemblée générale. Une telle publication est un moyen donné aux émetteurs de répondre à des questions d'actionnaires sans être tenu de la faire au cours de l'assemblée générale. L'article L. 225-108, al. 3 et 4 du code de commerce dispose ainsi que : « *A compter de la communication prévue au premier alinéa, tout actionnaire a la faculté de poser par écrit des questions auxquelles le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, est tenu de répondre au cours de l'assemblée. Une réponse commune peut être apportée à ces questions dès lors qu'elles présentent le même contenu. La réponse à une question écrite est réputée avoir été donnée dès lors qu'elle figure sur le site internet de la société dans une rubrique consacrée aux questions-réponses.* »

La présence, sur le site internet des émetteurs, d'une rubrique dédiée aux questions des actionnaires et aux réponses apportées est le seul moyen de permettre aux actionnaires et investisseurs de savoir, sans ambiguïté ni délai (lié au visionnage de la retransmission de l'AG, lorsqu'elle est disponible), si des questions ont été posées et de prendre connaissance des réponses qui y ont été apportées. Au titre de la bonne information des actionnaires et dans un souci de favoriser le dialogue actionnarial, l'AMF encourage les sociétés à publier l'ensemble des réponses aux questions écrites reçues dans le cadre de l'assemblée générale. Une information complète apparaît d'autant plus nécessaire dans le contexte d'assemblées générales qui se tiennent hors la présence des actionnaires et qui, parfois, ne donnent lieu à aucune retransmission.

□ Dialogue actionnarial

Elément fondamental de la démocratie actionnariale, le dialogue actionnarial est encouragé, depuis longtemps, par le régulateur⁶¹. Si le dispositif exceptionnel résultant de l'ordonnance n°2020-321 du 25 mars 2020 a permis aux assemblées générales de se tenir dans le contexte exceptionnel de la crise sanitaire, il en est cependant résulté une dégradation des interactions entre les émetteurs et les actionnaires lors des assemblées générales, du fait en particulier de la tenue de ces assemblées générales hors la présence des actionnaires.

Il est rappelé cependant que le dialogue actionnarial ne se résume pas aux échanges entre les émetteurs et leurs actionnaires lors des assemblées générales. Le dialogue actionnarial, auquel la plupart des émetteurs consacre d'importantes ressources, résulte d'échanges prenant différentes formes et intervenant tout au long de l'année. De ce point de vue, et à l'exception de l'absence de questions orales posées lors des assemblées générales tenues à huis clos, aucun élément tangible ne permet d'affirmer que l'année 2020 aurait été marquée par une dégradation particulière du dialogue actionnarial.

Les circonstances exceptionnelles résultant de la crise sanitaire ont incité certaines sociétés de l'échantillon⁶² à mettre en place une plateforme internet destinée à recevoir des questions et commentaires des actionnaires - en direct - pendant l'assemblée générale. Ces initiatives visaient à pallier l'absence des actionnaires, de fait empêchés de poser des questions en séance et de participer aux débats.

La mise en place de telles plateformes peut être saluée en ce qu'elle a permis de compenser en partie l'absence d'interactivité des assemblées générales à huis clos. Elle pose cependant des questions quant à ses modalités pratiques et à son effectivité. En particulier, se pose la question de la sélection des questions posées, certains émetteurs ayant opéré, compte tenu du nombre de questions posées, un tri entre les questions des actionnaires, pour ne répondre *in fine* qu'à certaines d'entre elles. Les critères retenus pour opérer un tel tri, et plus encore l'absence de transparence à cet égard, interrogent, de même que le sort des questions auxquelles il n'a pas été répondu lors de l'assemblée. Se pose également la question de l'accès des actionnaires à une telle plateforme. Plusieurs émetteurs appartenant à l'échantillon ont indiqué être dans l'incapacité de s'assurer de la qualité d'actionnaire des personnes accédant à ce type d'interface. Certains émetteurs ont cependant fait état de la mise en place de dispositifs permettant d'opérer en amont certaines vérifications de la qualité d'actionnaire des participants.

Il est souhaitable que les émetteurs qui envisageraient de mettre en œuvre de telles plateformes interactives lors de leur assemblée générale, communiquent, suffisamment en amont de l'assemblée, sur les conditions d'accès à ces plateformes, sur les modalités de sélection et de regroupement des questions et sur le sort des questions auxquelles il ne serait pas répondu lors de l'assemblée. En tout état de cause, un tel dispositif ne saurait se substituer au dispositif légal prévu par le code de commerce pour permettre aux actionnaires de poser des questions avant et pendant l'assemblée. Il convient donc que les actionnaires soient informés de l'absence de cadre légal entourant les questions qui peuvent être posées, le cas échéant, sur ce type de plateforme.

□ Une stabilité des quorums

Si les assemblées à huis clos ont donné lieu à une certaine limitation du dialogue actionnarial en séance, elles n'ont pas découragé le vote des actionnaires. En effet, le quorum moyen pour les assemblées générales de 2020 est resté stable par rapport aux assemblées générales tenues en 2019. Selon « l'Hebdo des AG », il était de 69 % en 2019 pour le CAC 40, chiffre stable en 2020. Il était de 75 % pour le Next 80 en 2019 et se situe à 76% en 2020⁶³. Les calculs effectués par les services de l'AMF à partir des informations publiquement disponibles aboutissent à un même constat de stabilité des quorums entre 2019 et 2020 pour l'échantillon concerné. Les actionnaires apparaissent donc avoir largement utilisé les différentes modalités de vote à distance qui leur étaient offertes (vote par correspondance, mandat de vote ou, le cas échéant, vote sur Internet via une plateforme sécurisée).

61 V. Recommandation AMF n° 2012-05, *Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées*, 2 juillet 2012, mise à jour en octobre 2018.

62 Accor, Air Liquide, Cap Gemini, EDF, Elis, Renault, Total, Vallourec.

63 L'Hebdo des AG, *Bilan des AG 2020*, 10 juillet 2020, n°270, p. 7.

Selon une étude réalisée par Proxinvest, en se fondant sur les assemblées générales pour lesquelles le nombre d'actionnaires présents ou représentés est communiqué, une baisse relative du nombre d'actionnaires votants a pu être observée en 2020. Selon cette étude, seule disponible sur ce sujet à la connaissance de l'AMF, 81 sociétés ont vu leur nombre d'actionnaires votants baisser contre 70 augmenter, avec une évolution médiane de -3,55%, et une évolution moyenne de -3,9%⁶⁴. Cette baisse relative du nombre de votants (et non du nombre de votes exprimés) n'apparaît guère significative. Surtout, l'origine de ce phénomène n'est pas établie. Il pourrait résulter aussi bien d'une plus forte concentration de l'actionnariat des sociétés concernées que d'une moindre participation des actionnaires individuels dans le contexte de la crise sanitaire.

□ Contestation des résolutions soumises au vote des actionnaires

Autre fait remarquable, le taux de contestation des résolutions soumises au vote des actionnaires a sensiblement augmenté en 2020. Ce constat vient atténuer, voire contredire, l'idée selon laquelle la saison 2020 des assemblées générales aurait été marquée par un effacement des actionnaires. En juillet 2020, il était ainsi constaté que « *les résolutions contestées (votées à moins de 80 %) passent de 79 à 141. Si l'on exclut les actionnaires majoritaires, le nombre de résolutions rejetées cette année aurait atteint 144 (contre 78 en 2019).* »⁶⁵ En octobre 2020, le nombre de résolutions adoptées à moins de 80 % est de 61 pour le CAC 40, contre 41 en 2019. Pour le Next 80, ce nombre est de 80, contre 38 en 2019⁶⁶.

Peu sujettes à contestation, les résolutions visant à modifier les statuts des émetteurs⁶⁷ aux fins d'y insérer une « raison d'être »⁶⁸ ont quant à elles été adoptées avec des scores très élevés, généralement supérieurs à 99 %.

□ La modification de la proposition de dividendes

Environ deux tiers des sociétés de l'échantillon ont modifié leur proposition initiale de dividendes lors de l'assemblée générale statuant sur les comptes de 2019. Le plus souvent, ces sociétés l'ont réduit ou annulé, avec un taux d'approbation très élevé des actionnaires (supérieur à 98% des voix exprimées, selon « l'Hebdo des AG »). Les sociétés de l'échantillon ont parfois reporté la date de versement du dividende, voire la décision de versement ou non d'un dividende (généralement au second semestre 2020). Il est à noter que, dans le contexte des assemblées à huis clos, les actionnaires n'avaient, de fait, pas la possibilité d'amender les projets de résolutions (notamment sur l'affectation des résultats) en séance.

Au regard de ces constats, l'esprit de responsabilité des émetteurs et de leurs actionnaires en cette période exceptionnelle peut être souligné, alors même que le versement de dividendes est un critère important pour les investisseurs.

64 Proxinvest, *Rapport sur les assemblées générales 2020*, à paraître.

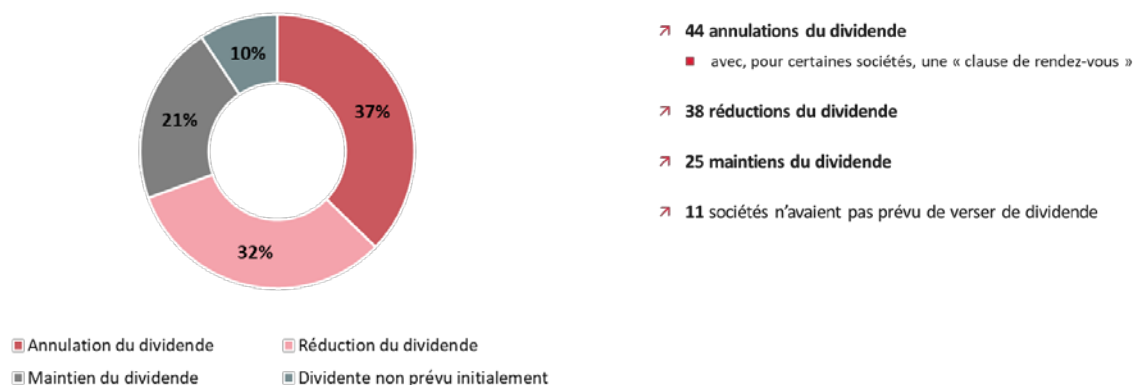
65 L. Boisseau, *AG : les actionnaires de plus en plus contestataires*, *Les Echos*, 8 juillet 2020, p. 27.

66 L'Hebdo des AG, *Tableau de bord*, 5 octobre 2020, n°278, p. 6. Tenue le 10 novembre 2020, et non prise en compte dans ces statistiques, l'assemblée générale mixte d'Unibail-Rodamco-Westfield SE a donné lieu à une contestation massive des actionnaires et à l'adoption de trois résolutions « proposées par des actionnaires minoritaires ». V. Unibail-Rodamco-Westfield SE, *Résultats de l'Assemblée Générale Mixte du 10 novembre 2020*, Communiqué de presse, 10 novembre 2020.

67 Plusieurs entreprises du SBF 120 ont inséré une « raison d'être » dans leurs statuts en 2020, notamment Icade, EDF, Engie, ADP, Orange, GTT, Worldline et FDJ.

68 V. not. A. Viandier, *La raison d'être d'une société* (C. civ., 1835), *BRDA*, octobre 2019, inf. n° 30.

Modification de la proposition de dividendes



Les 25 sociétés de l'échantillon qui ont décidé de maintenir le versement de leur dividende indiquent ne pas avoir eu recours à un dispositif d'aide de l'Etat sous la forme d'un report d'échéances fiscales et sociales ou d'un prêt garanti par l'Etat conformément à l'« engagement de responsabilité pour les grandes entreprises bénéficiant de mesures de soutien en trésorerie »⁶⁹.

□ Les résolutions « climatiques »

Des actionnaires de deux sociétés du CAC 40 (Total et Vinci) ont demandé l'inscription de projets de résolution « climatiques » à l'ordre du jour des assemblées de ces émetteurs. Le dépôt de ces projets de résolution, leur traitement par le conseil d'administration des émetteurs concernés et le sort qui leur a été réservé en assemblée, ont fait l'objet d'une importante couverture médiatique⁷⁰.

Dans le cas de Total, un « groupement de onze investisseurs européens coordonné par Miescher AM »⁷¹ a demandé l'inscription à l'ordre du jour de l'assemblée du 29 mai 2020 d'un projet de résolution visant à « modifier les statuts du groupe pétrolier afin de renforcer la contribution de son modèle économique à l'atteinte de l'Accord de Paris sur le climat »⁷². Les auteurs de ce projet de résolution indiquaient que, « actionnaires de long terme, nous avons pour obligation de prendre en compte le risque climatique dans la gestion de nos portefeuilles. Nous considérons ainsi que le secteur pétrolier doit jouer un rôle déterminant dans la transition énergétique ». Ils demandaient donc à Total de « préciser un plan d'actions à moyen et long termes assorti d'étapes intermédiaires, ainsi que les moyens déployés pour réduire en valeur absolue ses émissions de gaz à effet de serre. Ce plan doit également intégrer les émissions indirectes, dans la mesure où l'utilisation des produits vendus représente 85 % des émissions de gaz à effet de serre de Total »⁷³.

69 V. not. Ministère de l'économie et des finances, FAQ « Engagement de responsabilité pour les grandes entreprises bénéficiant de mesures de soutien en trésorerie », 5 mai 2020. Une grande entreprise qui demande un report d'échéances fiscales et sociales ou un prêt garanti par l'État s'engageait notamment à « ne pas verser de dividendes en 2020 à ses actionnaires en France ou à l'étranger (hors entités ayant l'obligation légale de distribuer une fraction au cours de l'année 2020) ».

70 G. Nedelec, « Total visé par la première résolution climatique déposée par des investisseurs en France », Les Echos, 16 avril 2020, p. 31 ; L. Boisseau, G. Nedelec, « La résolution climatique chez Total divise les agences de conseil en vote », Les Echos, 19 mai 2020, p. 28 ; G. Nedelec, « Les actionnaires transforment de l'intérieur les géants pétroliers européens », Les Echos, 3 juin 2020, p. 8.

71 « Un groupement d'investisseurs demande à Total d'aller plus loin dans la lutte contre le changement climatique », Communiqué, 15 avril 2020. Ce « groupement », composé de onze investisseurs européens, indiquait représenter « plus de 764,5 milliards d'euros d'encours sous gestion (au 31 décembre 2019), et environ 1,35% du capital de Total (au 14 avril 2020), parmi lesquels : Actiam, Candriam, Crédit Mutuel Asset Management et les Assurances du Crédit Mutuel, Ecofi Investissements, Friends Provident Foundation, Fédéral Finance Gestion, La Banque Postale Asset Management, Le groupe Edmond de Rothschild, Meeschaert Asset Management, Sycomore Asset Management ».

72 « Un groupement d'investisseurs demande à Total d'aller plus loin dans la lutte contre le changement climatique », Communiqué, 15 avril 2020.

73 « Un groupement d'investisseurs demande à Total d'aller plus loin dans la lutte contre le changement climatique, communiqué de presse », Communiqué, 15 avril 2020.

Le projet de résolution visait à amender l'article 19 des statuts de Total en y ajoutant un 3^{ème} alinéa précisant le contenu du rapport de gestion établi par le conseil d'administration à l'attention de l'assemblée générale, les deux premiers alinéas restant inchangés. Il était proposé que ce 3^{ème} alinéa soit formulé ainsi :

« Le rapport de gestion contiendra, outre les informations sur la situation de la Société et son activité pendant l'exercice écoulé et les autres éléments requis par les dispositions des lois et règlements en vigueur, la stratégie de la Société telle que définie par le Conseil d'Administration pour aligner ses activités avec les objectifs de l'Accord de Paris, et notamment ses articles 2.1(a) et 4.1, en précisant un plan d'action avec des étapes intermédiaires pour (i) fixer des objectifs de réduction en valeur absolue, à moyen et long terme, des émissions directes ou indirectes de gaz à effet de serre (GES) des activités de la Société liées à la production, la transformation et l'achat de produits énergétiques (Scope 1 et 2), et à l'utilisation par les clients des produits vendus pour usage final (Scope 3) et (ii) les moyens mis en œuvre par la Société pour atteindre ces objectifs. »

Le 5 mai 2020, le conseil d'administration de Total a indiqué avoir « décidé d'inscrire ce projet de résolution, qui respecte les formes requises par la loi, à l'ordre du jour de l'assemblée générale mixte du 29 mai 2020, mais de ne pas donner son agrément à cette résolution »⁷⁴. Il était cependant indiqué que le conseil d'administration « considère qu'en visant à faire préciser dans les statuts de la société le contenu du rapport de gestion, la résolution proposée porte atteinte aux prérogatives du conseil d'administration et conduit à une immixtion de l'assemblée générale dans la sphère de compétence du conseil d'administration, en violation du principe de répartition des compétences entre les organes sociaux. »

Lors de l'assemblée générale de Total du 29 mai 2020, ce projet de résolution a été largement rejeté (16,80 % des voix pour et 83,20 % des voix contre).

Dans le cas de Vinci, un actionnaire⁷⁵ a demandé l'inscription de deux projets de résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale.

Le premier projet de résolution visait à obtenir « la publication par la société, chaque année et pendant les trois années suivant la présente assemblée générale, à un coût raisonnable et sans divulgation d'informations confidentielles, d'informations annuelles relatives au développement durable comprenant une description du plan de transition de la société en matière de changement climatique, conformément aux objectifs fixés par les articles 2.1(a) et 4.1 de l'Accord de Paris du 22 avril 2016 et l'article L. 100-4 du code de l'énergie ainsi qu'aux recommandations émises par le groupe de travail Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) ».

Le second projet de résolution visait à obtenir « pour les trois années suivant la présente assemblée générale, l'inclusion par le conseil d'administration d'une résolution spécifique à l'ordre du jour de chaque assemblée générale annuelle, par laquelle il soumet au vote des actionnaires à titre consultatif, et sans que ne soient diminués le rôle et les responsabilités

74 Total, Convocation de l'assemblée générale des actionnaires du 29 mai 2020 communiqué de presse, 5 mai 2020. Le communiqué indique notamment que « le conseil d'administration souligne en effet qu'il est pleinement conscient de ses responsabilités en matière environnementale, en proposant à cette même assemblée générale de modifier les statuts pour consacrer dans les missions du conseil d'administration la prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux de l'activité de la Société. Dans ce cadre, le conseil d'administration a adopté, après un dialogue fructueux avec des investisseurs participant à la coalition Climate Action 100+, la nouvelle ambition Climat pour atteindre la neutralité carbone du groupe à horizon 2050. Cette nouvelle ambition en matière de Climat a fait l'objet d'un communiqué publié le 5 mai 2020. Le Conseil considère qu'elle répond largement aux objectifs poursuivis par les auteurs de la résolution et que la stratégie déployée par le Groupe prend en compte cette ambition. Il n'est donc pas opportun de contraindre dans les Statuts le cadre stratégique de l'activité de la Société, au-delà de ce que propose déjà le Conseil d'administration à l'Assemblée Générale. De plus, en visant les émissions indirectes de gaz à effet de serre liées à l'utilisation des produits énergétiques de Total par ses clients, la rédaction de la résolution conduit à rendre votre Société responsable de ces émissions alors que l'usage de ses produits relève de la décision de ses clients et que l'entreprise n'a pas la capacité directe d'agir sur la demande. Total ne fabrique en effet ni avions, ni voitures, ni ciment mais fournit des produits énergétiques qui sont utilisés ou transformés par d'autres industries pour offrir des services ou des produits. Si Total peut agir sur le mix de son offre de produits énergétiques, seules les politiques publiques et les évolutions techniques et technologiques des modes d'usage de l'énergie – que Total soutient et accompagne dans le cadre de son ambition Climat – sont à même d'orienter la demande d'énergie. »

75 A savoir, selon son courrier, rendu public, « TCI Fund Management Limited, agissant au nom et pour le compte de The Children's Investment Master Fund et de Talos Capital Designated Activity Company, actionnaires détenant collectivement 2,37% du capital social de la société Vinci SA ».

du conseil d'administration, l'approbation de son approche des questions climatiques telle qu'elle est présentée dans les informations annuelles sur le développement durable décrites dans la résolution d'actionnaire n°1 ».

Dans un courrier en réponse en date du 17 mars 2020, publié par l'émetteur sur son site internet, le Président-directeur général de Vinci a indiqué que le conseil d'administration avait décidé de ne pas donner une suite favorable à cette demande d'inscription de résolutions à l'ordre du jour de l'assemblée, en relevant notamment que : « *la première résolution proposée prévoit des dispositifs qui aboutissent à une immixtion de l'assemblée dans les fonctions et le rôle du conseil et donc à un empiètement de ses pouvoirs. En effet, seul le conseil d'administration est habilité à arrêter la stratégie et la conduite de la communication de la société notamment dans les domaines de la responsabilité sociale, sociétale et environnementale. La seconde résolution que vous proposez et qui vise à imposer au conseil un ordre du jour pour les assemblées futures, constitue également une atteinte aux pouvoirs du conseil d'administration de fixer l'ordre du jour des assemblées. Dans ces conditions, le conseil d'administration, qui a examiné attentivement vos demandes et qui a délibéré sur les questions qu'elle soulève, a décidé de ne pas y donner une suite favorable* ».

En conséquence, ce projet de résolutions n'a pas été inscrit à l'ordre du jour de l'assemblée générale de Vinci.

Il est notable que les deux émetteurs concernés, en dépit des différences entre les projets de résolutions qu'ils ont reçus, ont chacun dénoncé une atteinte aux prérogatives du conseil d'administration et une immixtion de l'assemblée générale dans la sphère de compétence du conseil d'administration. Si Total a cependant accepté d'inscrire à l'ordre du jour le projet de résolution contesté, Vinci a refusé, en revanche, de soumettre les deux projets de résolutions litigieux à l'assemblée.

L'état du droit sur ce sujet résulte de la jurisprudence et plus particulièrement d'un arrêt⁷⁶ de la Cour de cassation qui a posé le principe d'indépendance des organes sociaux⁷⁷. Dans la mesure où ces résolutions climatiques, qui soulèvent « *d'importantes questions relatives à la répartition des pouvoirs entre les organes sociaux* »⁷⁸, semblent être appelées à se développer, une clarification de l'état du droit, le cas échéant par voie législative, pourrait apporter un surcroît de sécurité juridique en la matière, aussi bien aux émetteurs qu'aux actionnaires, qui devraient pouvoir faire valoir leur point de vue sur ces sujets « ESG ».

Le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) a appelé, en avril 2020, à faciliter le dépôt par les actionnaires de projets de résolutions sur les questions environnementales et sociales⁷⁹. Le dépôt de résolution en assemblée générale est subordonné, s'agissant des grandes capitalisations, à l'obligation de détenir 0,5% du capital⁸⁰. À propos du droit des actionnaires de déposer des projets de résolutions, l'AMF rappelle qu'elle a, dès octobre 2018, ajouté à sa recommandation n° 2012-05 sur « *les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées* » la préconisation suivante : « *Modifier les dispositions législatives et réglementaires du code de commerce afin [...] d'actualiser les seuils de détention requis pour inscrire des points et des projets de résolutions en assemblée générale, en les divisant par deux* ».

⁷⁶ Cass. civ., 4 juin 1946 : JCP 1947, II, 3518, note D. Bastian ; S. 1947, 1, p. 153, note P. Barbry.

⁷⁷ Ainsi qu'il a été observé, « tous les étudiants en droit ont été instruits du contenu du fameux arrêt Motte, rendu en 1946, et qui avait fixé ce principe de la hiérarchie des organes sociaux dans une société anonyme. Chaque organe a reçu de la loi des compétences délimitées et aucun ne peut déborder sur les compétences de l'autre. L'assemblée générale d'où procède la légitimité première ne saurait se saisir de questions dévolues au conseil ou à la direction générale, quand bien même elle est directement à l'origine de la désignation des membres du conseil et indirectement de la direction générale. Sans cesse rappelé et honoré dans la doctrine, ce véritable totem a été passablement ébranlé sous la pression de phénomènes multiples. » (A. Couret, « L'état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966 », Bull. Joly Sociétés, n°07-08, juillet-août 2016, p. 433).

⁷⁸ E. Schlumberger, Les résolutions climatiques à l'épreuve du droit des sociétés, Bull. Joly Sociétés, juin 2020, n°06, p. 1.

⁷⁹ Forum pour l'Investissement Responsable, Propositions du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR), Faciliter un actionariat actif sur les questions Environnementales et sociales, avril 2020.

⁸⁰ Article R. 225-71 du code de commerce.

□ Valeurs essentiellement nominatives et titres financiers en rétention avant l'assemblée générale : le cas de Lagardère

En amont de l'assemblée générale de Lagardère SCA du 5 mai 2020, l'AMF a été informée de l'impossibilité rencontrée par certains actionnaires d'exercer leurs droits de vote. Il apparaissait, en particulier, que les actions que ces actionnaires avaient acquises plusieurs jours avant la « *record date* »⁸¹ pour participer à l'assemblée générale n'étaient toujours pas enregistrées dans les registres des mouvements de titres de la société, ce qui empêchait ces actionnaires de voter à l'occasion de cette assemblée générale.

La société Lagardère est l'une des rares valeurs de la cote française dont les actions revêtent une forme exclusivement nominative (VEN). Pour ces valeurs, la comptabilisation des transactions dans le registre des mouvements de titres de l'émetteur impose que, pour chaque journée comptable, les entrées résultant d'acquisitions soient compensées par des sorties portant sur un nombre total identique d'actions. Elle impose également que l'on sursoie à toute nouvelle inscription dans le registre tant qu'une telle compensation n'a pas pu être opérée. Ce sursis à toute nouvelle inscription est qualifié de « mise en rétention »⁸².

S'agissant des retards pris dans l'enregistrement des titres acquis par ces actionnaires dans les registres des mouvements de titres de la société, Lagardère et son mandataire, BNP Paribas Securities Services, ont indiqué être tributaires de l'envoi par les intermédiaires teneurs de compte-conservateurs, au travers du dépositaire central Euroclear France, dans les délais prévus par la réglementation⁸³, des instructions de mouvement correspondant aux transactions réalisées par leurs clients (inscription ou radiation).

Dans ce contexte exceptionnel, compte tenu de ces retards et afin de ne pas priver de leur droit de vote des actionnaires qui étaient devenus propriétaires de leurs titres à la suite d'opérations ayant donné lieu à un règlement-livraison, et pour lesquels la société avait reçu les bordereaux de références nominatives (BRN) d'inscription correspondant, l'AMF a demandé à cet émetteur de procéder à un arrêté comptable au 30 avril 2020 à zéro heure, de façon à permettre, dans le cadre d'un traitement équitable, aux actionnaires concernés d'être inscrits en compte pour les besoins de l'assemblée générale précitée et d'exercer leur droit de vote en tant qu'actionnaires de la société concernée.

Le 2 mai 2020, Lagardère a publié un communiqué indiquant notamment que :

« Il est apparu que, le 30 avril 2020 à 00 heure, échéance fixée à l'article R. 225-85 du code de commerce pour l'inscription des titres admis à participer à l'Assemblée Générale du 5 mai 2020, un nombre significatif d'actions dont l'acquisition et le règlement-livraison étaient intervenus avant cette date, se trouvaient encore en rétention en application des règles susvisées et n'étaient donc pas encore inscrites dans le registre nominatif.

À la demande de l'Autorité des marchés financiers, ces actions en rétention au 30 avril 2020 à 00 heure et les droits de vote qui y sont attachés seront néanmoins pris en compte dans le cadre de l'Assemblée Générale du 5 mai 2020 »⁸⁴.

L'AMF fera des propositions aux fins d'améliorer les délais de traitement, dans le cadre des assemblées générales, des actions revêtant une forme exclusivement nominative

81 Aux article R. 225-85, I du code de commerce, « il est justifié du droit de participer aux assemblées générales des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux opérations d'un dépositaire central par l'inscription en compte des titres au nom de l'actionnaire ou de l'intermédiaire inscrit pour son compte en application du septième alinéa de l'article L. 228-1, au deuxième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, heure de Paris, soit dans les comptes de titres nominatifs tenus par la société, soit dans les comptes de titres au porteur tenus par un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier ».

82 V. sur ce sujet, A. Gaudemet, « Comptabilité des titres financiers en rétention et droit de participer aux assemblées générales d'actionnaires », Bull. Joly Sociétés, juin 2020, n°6, p. 7

83 Articles 322-55 et s. du règlement général de l'AMF.

84 Lagardère, Assemblée générale mixte ordinaire annuelle et extraordinaire du 5 mai 2020, communiqué, 2 mai 2020.

□ La prise en compte de l'abstention

La loi n° 2019-744 du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés a apporté plusieurs modifications notables du droit des sociétés. L'une d'entre elles revêt une importance particulière s'agissant de la comptabilisation des votes pour l'adoption des décisions collectives dans les sociétés anonymes, qu'elles soient cotées ou non. L'article 16 de la loi précitée a, en effet, modifié les articles L. 225-96 et L. 225-98 du code de commerce afin de modifier la base de calcul à prendre en compte pour mesurer l'atteinte de la majorité requise pour l'adoption des décisions collectives.

Désormais, les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

Les nouvelles règles de décompte des votes peuvent favoriser l'adoption des décisions en cas d'absentions significatives, puisque ces voix ne sont plus désormais comptabilisées comme des voix « contre » la résolution soumise au vote. Elles peuvent également avoir des conséquences sur l'exercice du vote en séance, mais aussi :

- ✓ **en cas de vote par correspondance** : l'article L. 225-107 du code de commerce a été modifié afin de préciser que les formulaires de vote par correspondance ne donnant aucun sens ou exprimant une abstention « *ne sont pas considérés comme des votes exprimés* »⁸⁵. Les formulaires de vote ont été modifiés afin d'ajouter une case permettant aux actionnaires d'exprimer un vote d'abstention distinct d'un vote négatif⁸⁶ ;
- ✓ **en cas de résolutions nouvelles présentées au cours de l'assemblée** : l'article R. 225-78 du code de commerce dispose désormais que « *si des résolutions nouvelles étaient présentées à l'assemblée, le signataire a la faculté d'exprimer dans ce document soit sa volonté de s'abstenir, soit un vote défavorable à leur adoption, soit de donner mandat au président de l'assemblée générale ou à un mandataire désigné dans les conditions de l'article L. 225-106* »⁸⁷. Ainsi, si le choix de l'abstention est fait, il n'est plus comptabilisé comme un vote « contre » l'adoption des résolutions nouvelles présentées en assemblée, ce qui peut présenter un certain attrait pour des actionnaires, notamment activistes, tablant sur un effet de surprise lié au dépôt en séance de projets de résolution. Là encore, les formulaires de vote ont été modifiés de façon à permettre aux actionnaires de choisir entre les différentes facultés qui leur sont offertes au terme de cette évolution législative et réglementaire.

Il convient également de noter les implications, en matière d'abstention, du décret n°2019-1486⁸⁸ du 27 décembre 2019 qui fixe la durée et le point de départ du délai offert, dans certains cas, aux actionnaires réunissant au moins 5 % du capital social pour demander en justice la désignation d'un mandataire aux fins de convoquer l'assemblée générale extraordinaire de leur société pour qu'elle se prononce sur l'approbation de l'opération. Les cas visés sont, d'une part, les situations de délégation de pouvoir et de compétence mentionnées à l'article L. 236-9 du code de commerce, d'autre

85 L'article L. 225-107, I, al. 2, dispose désormais que « les formulaires ne donnant aucun sens de vote ou exprimant une abstention **ne sont pas considérés comme des votes exprimés** ». Il disposait, avant la loi n°2019-744 du 19 juillet 2019, que « les formulaires ne donnant aucun sens de vote ou exprimant une abstention **sont considérés comme des votes négatifs** ». Par ailleurs, l'article R. 225-76 du code de commerce dispose désormais que le formulaire de vote « informe l'actionnaire de manière très apparente que toute abstention exprimée dans le formulaire ou résultant de l'absence d'indication de vote **ne sera pas considérée comme un vote exprimé** ». Il disposait, avant le décret n° 2019-1486 du 27 décembre 2019, que le formulaire de vote « informe l'actionnaire de manière très apparente que toute abstention exprimée dans le formulaire ou résultant de l'absence d'indication de vote **sera assimilée à un vote défavorable à l'adoption de la résolution** ».

86 Pour mémoire, le rapport du groupe de travail présidé par Olivier Poupard-Lafarge sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées indiquait à ce sujet que « la lisibilité du dispositif, qui consiste à traiter le choix d'abstention de la même manière que l'expression du vote contre, est critiquée, en particulier par les investisseurs anglo-saxons qui ne le comprennent pas » et considérait que « la prise en compte de l'abstention nécessitera de refondre le formulaire de vote par correspondance, afin de clarifier la portée du vote exprimé, l'abstention équivalant alors à un vote « neutre », notamment par différence avec les pouvoirs donnés sans indication de mandataire, qui conduiront à un vote « oui » ou « non » selon la position prise par le conseil » (AMF, Rapport final sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, Rapport du groupe de travail présidé par Olivier Poupard-Lafarge, 2 juillet 2012, p. 21).

87 Avant le décret n° 2019-1486 du 27 décembre 2019, l'article R. 225-78 du code de commerce disposait que « si des résolutions nouvelles étaient présentées à l'assemblée, le signataire a la faculté soit d'exprimer dans ce document sa volonté de s'abstenir, soit de donner mandat au président de l'assemblée générale ou à un mandataire désigné dans les conditions de l'article L. 225-106 ».

88 Décret n°2019-1486 du 27 décembre 2019 relatif au délai durant lequel des actionnaires minoritaires peuvent demander la convocation d'une assemblée générale pour approuver certaines opérations de fusions, de scissions ou d'apports partiels d'actifs et aux votes au sein des assemblées générales d'actionnaires.

part, les situations de fusions simplifiées d'une filiale à 100 % ou à 90 %, mentionnées aux articles L. 236-11 et L. 236-11-1, et, enfin, les apports partiels d'actif simplifiés à une société détenue à 100 %, mentionnés à l'article L. 236-22. Le point de départ du délai est fixé au jour de la dernière insertion ou de la mise à disposition du public du projet sur le site internet de chacune des sociétés et sa durée est fixée à vingt jours. S'agissant de l'exclusion des abstentions du décompte des votes exprimés, le décret adapte les dispositions relatives aux votes par correspondance, afin de permettre l'expression d'un vote négatif s'agissant des résolutions nouvelles présentées lors de l'assemblée générale.

1.2. Le guide méthodologique du traitement des votes en assemblées générales

L'Association Française des Professionnels des Titres (AFTI) a engagé en 2019 des travaux en vue de la rédaction d'un guide devant appréhender l'ensemble de la chaîne de vote et décrire les procédures mises en œuvre pour chacun des événements aboutissant à l'expression du vote des actionnaires (transmission de l'information relative à l'assemblée générale, traitement des instructions de vote, transmission de celles-ci, etc.).

Ce guide, publié le 30 janvier 2020, sous la responsabilité de l'AFTI⁸⁹, est destiné aux professionnels du titres, émetteurs et actionnaires. Il décrit les principaux processus opérationnels contribuant à l'exercice du droit de vote en assemblée afin d'identifier et diffuser les meilleures pratiques de place ainsi que les solutions préconisées par l'ensemble des acteurs. Des recommandations sur les bonnes pratiques à suivre y figurent notamment afin :

- ✓ d'assurer une communication dans des délais raisonnables entre le centralisateur d'une AG et le/les intermédiaires spécialisés ;
- ✓ d'améliorer l'information des investisseurs institutionnels pour une meilleure identification des comptes au nominatif administré ;
- ✓ d'assurer la fluidité de la transmission entre intermédiaires financiers et le traitement opérationnel des mises à jour de positions à la hausse et à la baisse, etc...

Enfin, le guide intègre une nouvelle version du formulaire de vote en assemblée prenant en compte les modifications résultant de la loi n°2019-744 du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés.

Dans le prolongement de la publication de ce guide, l'AFEP, l'ANSA et le MEDEF ont publié, le 13 février 2020, un communiqué⁹⁰ dans lequel elles « se réjouissent de la publication du guide méthodologique sur le traitement des votes en assemblées générales publié par l'AFTI le 30 janvier dernier, les trois associations ayant participé à ses travaux d'élaboration ». L'AFEP, l'ANSA et le MEDEF précisent qu'ils « sont convaincus que le recours à une plateforme de vote électronique permet, outre la sécurisation du traitement des votes et son efficacité, d'accroître la fluidité des informations à destination de l'ensemble des actionnaires, en particulier, ceux dont les titres sont inscrits au porteur et ceux résidant à l'étranger. En effet, les délais se trouvent raccourcis par la suppression des contraintes liées au traitement manuel et aux délais d'acheminement postal, tant pour la transmission de la documentation relative à l'assemblée générale que pour le recueil de l'expression des votes. Enfin, les plateformes de vote électronique devraient faciliter la mise en œuvre des dispositions de la directive « Droits des actionnaires » révisée, notamment, celle prévoyant la confirmation de la prise en compte des votes ».

1.3. L'identification des actionnaires et la confirmation des votes

La directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 (ci-après, la « Directive Droits des actionnaires II » ou « Directive SRD 2 »), modifiant la directive (UE) 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil

⁸⁹ L'AFTI a ainsi pris l'initiative de créer un groupe de travail dédié réunissant les teneurs de compte conservateurs et les centralisateurs de la Place afin de rédiger le présent guide méthodologique (« le Guide »). Le Guide a été rédigé à l'issue d'une consultation publique dont le pilotage a été assuré par l'Association française des Professionnels des Titres (AFTI).

⁹⁰ AFEP, ANSA, MEDEF, Note de rédaction, Publication du guide méthodologique sur le traitement des votes en assemblées générales et nécessité de recourir aux plateformes de vote électronique pour les votes en assemblées générales des sociétés cotées, 13 février 2020.

du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, a rappelé l'importance de l'identification des actionnaires pour les sociétés cotées :

« Les actions de sociétés cotées sont souvent détenues au travers de chaînes d'intermédiaires complexes, ce qui complique l'exercice des droits des actionnaires et peut constituer un obstacle à l'engagement des actionnaires. [...] L'identification des actionnaires est une condition préalable à une communication directe entre les actionnaires et la société et, partant, est essentielle pour faciliter l'exercice des droits des actionnaires et leur engagement. Cela est particulièrement important dans les situations transfrontalières et lorsque des moyens électroniques sont utilisés. En conséquence, les sociétés cotées devraient avoir le droit d'identifier leurs actionnaires afin d'être en mesure de communiquer directement avec eux. Les intermédiaires devraient avoir l'obligation, à la demande de la société, de lui communiquer les informations concernant l'identité des actionnaires »⁹¹.

La Directive Droits des actionnaires II a été transposée en France par la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 (dite « loi Pacte »), qui a réaménagé la procédure d'identification des actionnaires codifiée aux articles L. 228-2 et suivants du code de commerce. Dans l'attente de l'entrée en application d'un règlement d'exécution, cette loi a été complétée par le décret n°2019-1235 du 27 novembre 2019 qui précise, au sein des articles R. 228-3 à R. 228-5 du code de commerce, les informations et les délais applicables à la procédure d'identification des propriétaires des titres⁹².

Le règlement d'exécution (UE) 2018/1212 de la Commission du 3 septembre 2018 fixant les exigences minimales pour la mise en œuvre des dispositions de la directive (ci-après, « Règlement d'exécution »), est entré en application le 3 septembre 2020. Il est, par nature, d'applicabilité directe en droit interne.

Des dispositions légales et réglementaires devraient intervenir prochainement pour préciser et compléter les dispositions de droit interne, en particulier pour préciser l'articulation du droit français avec le Règlement d'exécution susmentionné en ce qui concerne les obligations générales d'informations des émetteurs vers les intermédiaires, des intermédiaires vers les actionnaires et des intermédiaires vers les émetteurs, posées par les articles 3 *ter*⁹³ et 3 *quater*⁹⁴ de la Directive Droits des actionnaires II et devant permettre aux actionnaires d'exercer les droits découlant de leurs actions (notamment le droit de participer et de voter à l'assemblée générale).

☐ Identification des actionnaires

Dans les sociétés dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la société émettrice ou son mandataire est en droit de demander, à tout moment et contre rémunération à sa charge, soit au dépositaire central, soit directement à un ou plusieurs intermédiaire(s) mentionné(s) à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier, les

⁹¹ Considérant 4 de la Directive SRD2.

⁹² Il est rappelé que les textes français (articles L. 228-2 à L. 228-3-6 et R. 228-3 à R. 228-5 du code de commerce) s'appliquent à l'identification des propriétaires d'actions, de titres conférant immédiatement ou à terme le droit de vote, d'obligations et de titres de créance négociables de toute société par actions, que celle-ci ait ou non des actions cotés sur un marché réglementé, alors que les textes européens (article 3 bis de la Directive SRD 2 et articles 3 et 9 §6 du Règlement d'exécution) ne s'appliquent qu'à l'identification des propriétaires d'actions de sociétés ayant leur siège social au sein de l'Union européenne et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, situé ou opérant dans un Etat membre (cf. Article premier §1 du Règlement d'exécution).

V. aussi, notamment : F. Gilbert, « Le nouveau régime d'identification des propriétaires de titres financiers », Questions d'actualité, Editions Francis Lefebvre, BRDA 20/20.

⁹³ Les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé doivent transmettre aux intermédiaires (qui sont tenus de les transmettre à leur tour, sans retard, aux actionnaires) les informations nécessaires pour permettre aux actionnaires ou à leur mandataire d'exercer les droits découlant des actions, à moins qu'elles ne puissent être transmises directement à l'actionnaire ou à un tiers désigné par celui-ci.

Les intermédiaires transmettent à la société les informations que donnent les actionnaires en ce qui concerne l'exercice des droits découlant de leurs actions, conformément à leurs instructions. En cas de chaîne d'intermédiaires, les informations sont transmises sans retard entre les intermédiaires, à moins qu'elles ne puissent être transmises directement à la société.

⁹⁴ Aux fins de faciliter l'exercice des droits de l'actionnaire dans le cadre d'une assemblée générale, y compris le droit d'y participer et d'y voter, les intermédiaires doivent notamment, lorsque les votes s'expriment par voie électronique, transmettre à l'actionnaire ou au tiers désigné par celui-ci, sur demande, la position autorisée figurant dans ses registres, la notification de participation, ainsi que la confirmation de la réception, de l'enregistrement et de la prise en compte des votes par l'émetteur.

informations concernant les propriétaires de ses actions et des titres conférant immédiatement ou à terme le droit de vote dans ses propres assemblées d'actionnaires.

Le code de commerce précise désormais que la société émettrice peut demander la communication des informations suivantes⁹⁵ :

- ✓ selon le cas, le nom ou la dénomination sociale ;
- ✓ la nationalité ;
- ✓ selon le cas, l'année de naissance ou l'année de constitution ;
- ✓ l'adresse postale et, le cas échéant, électronique ;
- ✓ le nombre de titres détenus ;
- ✓ le cas échéant, les restrictions dont les titres peuvent être frappés.

La société émettrice ou son mandataire peut également demander certaines informations complémentaires permettant de concourir à la bonne connaissance des propriétaires des titres, qui ne seront communiquées par la personne interrogée que si celle-ci dispose de l'information demandée⁹⁶. Il s'agit de :

- ✓ lorsque le propriétaire est une personne morale, le numéro d'immatriculation, ou, à défaut d'un tel numéro, l'identifiant d'entité juridique (LEI) visé dans le règlement d'exécution (UE) n° 1247/2012 de la Commission, ou, lorsque le propriétaire est une personne physique, l'identifiant national (au sens de l'article 6 du règlement délégué (UE) 2017/590 de la Commission) ;
- ✓ la date depuis laquelle les titres sont détenus ;
- ✓ le code indiquant l'activité principale exercée faisant référence à la nomenclature d'activités française (NAF) ou son équivalent européen au sens du règlement (CE) n°1893/2006 du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques (NACE) ;
- ✓ le caractère professionnel ou non au sens de l'article L. 533-16 du code monétaire et financier, des propriétaires de titres ;
- ✓ lorsque le titre est une part ou une action d'un OPC, la dénomination et le numéro d'immatriculation du distributeur ayant effectué leur cession auprès du propriétaire.

Le Règlement d'exécution précise le format de la demande de divulgation des informations concernant l'identité des actionnaires et de la réponse⁹⁷.

Les nouvelles dispositions introduites au sein du code de commerce indiquent par ailleurs :

- ✓ que dans les sociétés dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la faculté de demander les informations concernant les propriétaires des titres est de droit, toute clause statutaire contraire étant réputée non écrite⁹⁸ ;
- ✓ que de même, toute stipulation contractuelle ayant pour objet ou pour effet de limiter la communication des informations permettant à la société d'identifier les propriétaires de ses titres est réputée non écrite⁹⁹ ;
- ✓ que les frais éventuels associés à chaque type de service d'identification des propriétaires de titres doivent être non discriminatoires, proportionnés aux coûts engagés et rendus publics sur le site internet de la personne qui fournit le service¹⁰⁰ ;
- ✓ les délais accordés aux différents intermédiaires de la chaîne pour transmettre la demande de la société émettrice ou de son mandataire et pour lui répondre¹⁰¹.

⁹⁵ Article R. 228-3, 1° à 6° du code de commerce.

⁹⁶ Article R. 228-3, 7° à 11° du code de commerce.

⁹⁷ Selon l'article 3 du Règlement d'exécution, les informations et données minimales dans cette demande et cette réponse sont précisées aux Tableaux 1 et 2 de l'annexe du Règlement d'exécution.

⁹⁸ Nouvel alinéa au sein du I. de l'article L. 228-2 du code de commerce.

⁹⁹ Nouvel article L. 228-3-5 du code de commerce.

¹⁰⁰ Nouveau V de l'article L. 228-2 du code de commerce ; Nouvel article R. 228-5 du code de commerce.

¹⁰¹ Article R. 228-4 modifié du code de commerce (remplaçant les anciens articles R. 228-4 et R. 228-5) :

- Délais accordés pour transmission de la demande de l'émetteur ou de son mandataire :
o du dépositaire central vers les teneurs de comptes affiliés : 1 jour ouvrable ;

Cependant, il doit être souligné que s'agissant des titres relevant du champ d'application du Règlement d'exécution¹⁰², les délais de mise en œuvre de la procédure d'identification des actionnaires prévus par ce Règlement d'exécution¹⁰³ remplacent ceux prévus par les dispositions réglementaires françaises¹⁰⁴, dès lors que les dispositions du Règlement d'exécution sont d'application directe et supplantent les dispositions de droit interne.

Un décret pourrait intervenir prochainement pour modifier les dispositions des articles R. 228-1 et suivants du code de commerce à la lumière du Règlement d'exécution, en particulier en ce qui concerne le contenu des informations dont la communication peut être demandée et les délais de transmission de ces informations.

□ Informations des actionnaires

Le Règlement d'exécution précise :

- ✓ les informations et données minimales que l'émetteur doit communiquer à l'occasion de la convocation à l'assemblée générale. Il s'agit par exemple des modalités de participation à l'assemblée générale, des options de vote à disposition de l'actionnaires concernant chacun des points de l'ordre du jour, et des délais fixés pour l'exercice du droit de déposer des projets de résolution ou du droit d'inscrire des points à l'ordre du jour¹⁰⁵ ;
- ✓ les informations que l'émetteur doit fournir aux intermédiaires à l'occasion d'autres événements d'entreprise. Elles « comprennent toutes les informations essentielles [...] nécessaires pour permettre à l'intermédiaire de s'acquitter des obligations qui lui incombent envers l'actionnaire [...] ou pour que l'actionnaire puisse exercer ses droits », notamment des dates clés applicables à l'évènement d'entreprise et des différentes options à la disposition de l'actionnaire¹⁰⁶.

□ Confirmation des positions et des votes

Le Règlement d'exécution, dont il est rappelé qu'il est, par nature, d'application directe en droit interne :

- ✓ permet à l'actionnaire ou à un tiers désigné par celui-ci d'obtenir, sur demande, confirmation de la position autorisée figurant dans ses registres, et précise que (i) une telle confirmation par le dernier intermédiaire à l'actionnaire n'est pas requise si la position autorisée est connue de l'émetteur ou du premier intermédiaire ou lui sera transmise, selon le cas et que (ii) lorsque la chaîne d'intermédiaires compte plusieurs intermédiaires, le dernier intermédiaire veille à ce que les positions autorisées dans ses registres correspondent à celles du premier intermédiaire¹⁰⁷ ;
- ✓ permet à l'émetteur qui le requiert, sur demande de l'actionnaire, d'obtenir de la part de l'intermédiaire la notification de participation, soit pour permettre à l'actionnaire d'exercer lui-même ses droits, soit pour permettre à l'actionnaire de désigner un tiers afin qu'il exerce ces droits sur autorisation et instruction expresses de l'actionnaire et dans l'intérêt de ce dernier¹⁰⁸ ;

o des teneurs de compte vers les intermédiaires inscrits pour le compte d'un ou plusieurs tiers propriétaires : 1 jour ouvrable.

- Délais accordés pour transmission de la réponse à l'émetteur ou à son mandataire :

o des intermédiaires inscrits vers les teneurs de compte : 10 jours ouvrables ;

o des teneurs de compte vers le dépositaire : 1 jour ouvrable ;

o du dépositaire vers la société émettrice : 5 jours ouvrables.

102 Cf. Article premier §1 du Règlement d'exécution : sociétés dont le siège statutaire est situé dans un Etat membre de l'Union européenne et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un Etat membre.

103 Article 9 §6 du Règlement d'exécution : La demande de l'émetteur ou du tiers désigné par celui-ci est transmise sans délai par les intermédiaires (au plus tard au plus tard à la clôture du jour ouvrable de réception de la demande, ou au plus tard à 10h00 le jour ouvrable suivant si la demande a été reçue après 16h00) ; la réponse à la demande est transmise sans délai par chaque intermédiaire (au plus tard dans le courant du jour ouvrable suivant l'enregistrement ou la réception de la demande).

104 Article R. 228-4 du code de commerce (cf. supra).

105 Article 4 du Règlement d'exécution, complété par le Tableau 3 de l'annexe du règlement d'exécution.

106 Article 8 du Règlement d'exécution, complété par le Tableau 8 de l'annexe du règlement d'exécution.

107 Article 5 du Règlement d'exécution, complété par le Tableau 4 de l'annexe du Règlement d'exécution.

108 Article 6 du Règlement d'exécution, complété par Tableau 5 de l'annexe du Règlement d'exécution.

- ✓ précise les informations à fournir à l'actionnaire ou au tiers désigné par celui-ci pour répondre à sa demande de confirmation de la réception, de l'enregistrement et de la prise en compte des votes par l'émetteur¹⁰⁹. S'agissant des délais à respecter, il précise que la confirmation de la réception des votes « est communiquée à la personne qui a voté immédiatement après l'émission des votes », tandis que la confirmation de l'enregistrement et de la prise en compte des votes « est donnée par l'émetteur en temps voulu, au plus tard 15 jours après la demande ou l'assemblée générale, si cet événement intervient plus tard, sauf si les informations sont déjà disponibles »¹¹⁰.

Par ailleurs, il est rappelé que le teneur de compte-conservateur, entité régulée par l'AMF¹¹¹, doit respecter en toutes circonstances les obligations suivantes : il « *sauvegarde les droits des titulaires des comptes sur les titres financiers qui y sont inscrits* »¹¹² et « *apporte tous ses soins pour faciliter l'exercice des droits attachés [aux] titres financiers* »¹¹³.

L'AMF sera attentive au bon respect de ces nouvelles obligations par l'ensemble des acteurs concernés, et ce dès la prochaine saison des assemblées générales.

* * *

Les développements qui précèdent mettent en lumière la nécessité d'adapter la tenue des assemblées générales à l'évolution des mœurs et des technologies. Dans cette perspective, l'AMF souligne les efforts qui devront être déployés pour assurer, à tous les stades, la parfaite information des actionnaires et pour leur offrir la possibilité de participer aux débats - en personne ou par tout procédé interactif de communication -, d'exprimer leur vote par tout moyen, notamment électronique, et enfin, d'exercer l'intégralité des droits qui leur sont reconnus. Ces efforts d'adaptation impliquent un travail en commun, sur la durée, des différentes parties prenantes et notamment des établissements centralisateurs, en particulier sur les modalités techniques et les coûts y afférents.

2. ACTUALITÉS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Cette seconde partie évoque les principales actualités françaises et européennes en matière de gouvernance d'entreprise et plus particulièrement les évolutions des codes de gouvernance et les nouvelles initiatives de la Commission européenne.

2.1 L'activisme actionnarial

L'activisme actionnarial a été au cœur de l'actualité et des débats de la Place au cours des dernières années. Au niveau mondial, l'année 2018 a été qualifiée d'année « record » en matière d'activisme. La tendance s'est confirmée en 2019 et en 2020. La question de la montée en puissance des actionnaires activistes, en Europe et en France, est devenue un enjeu de Place dont se sont saisis les associations professionnelles et les pouvoirs publics.

En réaction à cette montée en puissance de l'activisme actionnarial et à la perception accrue, de la part des émetteurs, des risques associés à celui-ci, plusieurs groupes de travail ont initié des réflexions, en 2019, sur la réalité du phénomène et les adaptations éventuellement souhaitables de la réglementation. Plusieurs contributions ont ainsi été publiées, formulant des propositions visant à mieux encadrer certaines pratiques activistes considérées – selon des appréciations diverses selon les rapports - comme excessives :

109 Article 7 du Règlement d'exécution, complété par les Tableaux 6 et 7 de l'annexe du Règlement d'exécution.

110 Article 9, 5° du Règlement d'exécution.

111 Article L. 621-9, II, 2° du code monétaire et financier.

112 Article L. 211-9 du code monétaire et financier.

113 Article 322-7, 2° du règlement général de l'AMF

- ✓ une contribution du MEDEF de septembre 2019 intitulée « activisme actionnarial - contribution du MEDEF au débat ». Celle-ci a été présentée par le MEDEF lors de son audition à l'Assemblée nationale par la mission présidée par M. Eric Woerth, le 25 juin 2019, et devant le groupe de travail présidé par M. Michel Prada sur le même sujet au sein du « Club des Juristes », le 17 septembre 2019,
- ✓ un rapport du 2 octobre 2019, communément appelé « rapport Woerth », publié en conclusion des travaux d'une « mission d'information relative à l'activisme actionnarial » qui avait pour co-rapporteurs MM. Eric Woerth et Benjamin Dirx. Ce rapport, qui procède d'une initiative parlementaire, comporte treize propositions sur l'activisme actionnarial,
- ✓ un rapport du 7 novembre 2019 intitulé « activisme actionnarial », publié par le « Club des Juristes ». Ce rapport a été rédigé par un groupe de travail présidé par M. Michel Prada et dont M^e Benjamin Kanovitch était le rapporteur. Ce groupe de travail a été constitué sous la forme d'une « Commission ad hoc » du « Club des Juristes ». Le rapport qui en résulte comporte dix propositions sur l'activisme actionnarial,
- ✓ un rapport du 10 décembre 2019 intitulé « activisme actionnarial » publié par l'Association française des entreprises privées (AFEP). Ce rapport « *visé à déterminer les actions éventuelles à mener pour lutter contre les effets négatifs d'un certain activisme actionnarial court-termiste* ». Il comporte dix propositions sur l'activisme actionnarial,
- ✓ un rapport émanant d'un groupe de travail d'Europlace rendu public le 9 janvier 2020. Ce rapport se compose de deux documents : un rapport de 9 pages, intitulé « Gouvernance actionnariale et pratiques de marché », qui comporte huit propositions. Une présentation de 24 pages intitulée « Des actionnaires responsables » qui définit plus en détail les différentes propositions.

Outre ces cinq rapports publiés par des associations professionnelles et groupes de réflexion, le fonds activiste Muddy Waters a diffusé, le 3 décembre 2019, ses « *observations sur le rapport d'information de la mission parlementaire sur l'activisme* », à savoir le « Rapport Woerth ». Les observations de Muddy Waters comportent de longs développements (29 pages) sur la différence entre « l'activisme long » et « l'activisme court », et formule des critiques méthodologiques ainsi que diverses propositions « dans le sens d'une amélioration du fonctionnement des marchés financiers en France »¹¹⁴.

Au regard des enjeux qui en résultent pour la Place financière, l'AMF a apporté sa contribution au débat dans une communication du 28 avril 2020. En tant que régulateur, et dans le prolongement des rapports publics rédigés sur le sujet, l'AMF a proposé des mesures ciblées visant à améliorer la transparence vis-à-vis du marché et le dialogue entre les émetteurs et les actionnaires.

L'engagement actif des actionnaires dans la vie des sociétés cotées est une condition de leur bon fonctionnement et d'une saine gouvernance. À cet égard, l'AMF considère qu'il doit être encouragé. Pour le régulateur, la problématique n'est donc pas d'empêcher l'activisme mais d'en fixer les limites et de se donner la capacité à en maîtriser les excès. En l'état de la réglementation, l'AMF considère qu'il n'est pas nécessaire de faire évoluer de manière importante le cadre juridique applicable.

Les propositions de l'AMF visent à :

- ✓ améliorer l'information sur la montée au capital et la connaissance de l'actionnariat, en abaissant le premier seuil légal de déclaration et en rendant publiques les déclarations faites à la société sur le franchissement des seuils fixés dans ses statuts ;
- ✓ assurer une meilleure information au marché sur l'exposition économique des investisseurs, en complétant les déclarations de positions courtes par une information sur les instruments de dette également détenus (obligations, *credit defaults swaps* par exemple). L'AMF soutiendra ces propositions au niveau européen ;
- ✓ promouvoir un dialogue ouvert et loyal entre les sociétés cotées et leurs actionnaires : l'AMF complètera son guide sur l'information permanente et la gestion de l'information privilégiée afin d'y ajouter des

114 V. L. Boisseau, *L'activiste Muddy Waters défend les vertus du « short selling »*, Les Echos, 3 déc. 2019, p. 29.

développements sur le dialogue actionnarial. Elle complètera également sa doctrine afin de préciser que les émetteurs peuvent apporter toute information nécessaire au marché en réponse à des déclarations publiques les concernant, même en cours de périodes de silence, sous réserve du respect des règles sur les abus de marché. Elle recommandera, par ailleurs, à tout actionnaire qui initie une campagne publique de communiquer sans délai à l'émetteur concerné les informations importantes qu'il adresserait aux autres actionnaires ;

- ✓ accroître les capacités d'analyse et de réaction de l'AMF afin de lui permettre d'apporter des réponses rapides et adaptées lorsque les circonstances l'exigent : via, par exemple, l'instauration d'un pouvoir d'astreinte en matière d'injonction administrative et d'une faculté d'ordonner à tout investisseur, et non plus seulement à un émetteur, de procéder à des publications rectificatives ou complémentaires en cas d'inexactitude ou d'omission dans ses déclarations publiques.

L'AMF entend faire évoluer sa doctrine et son règlement général conformément à ses propositions d'ici la fin de l'année 2020.

2.2 La mixité au sein des instances de gouvernance des sociétés

□ Au plan national

La promotion de la mixité dans la gouvernance des entreprises est l'un des piliers de l'action gouvernementale en faveur de l'égalité professionnelle. L'équilibre dans la représentation des hommes et des femmes au sein des instances dirigeantes des entreprises a fait l'objet de nombreuses initiatives portées par l'État depuis la loi Copé Zimmerman du 27 janvier 2011 qui avait introduit une obligation de représentation équilibrée des femmes et des hommes dans les conseils d'administration¹¹⁵ et de surveillance¹¹⁶ dans les entreprises cotées et celles comptant plus de 500 salariés permanents et un chiffre d'affaires supérieur à 50M€. Cet objectif s'est traduit par des obligations de proportion minimum (d'abord 20 % puis 40 %) de membres de chaque sexe, avec des règles d'écart maximum selon le nombre total de membres du conseil. Depuis le 1^{er} janvier 2020, cette obligation a été étendue aux entreprises de plus de 250 salariés.

La loi n°2018-771 du 5 septembre 2018 pour la liberté de choisir son avenir professionnel (loi dite « Avenir ») et la loi « Pacte » sont venues renforcer les obligations en matière d'égalité entre les hommes et les femmes, notamment i) en instaurant des mesures visant à supprimer les écarts de rémunération entre les femmes et les hommes en entreprise¹¹⁷ et ii) en imposant aux sociétés d'introduire davantage de parité dans le processus de sélection des directeurs généraux délégués et des membres du directoire¹¹⁸. Le processus de sélection doit garantir jusqu'à son terme la présence d'au moins une personne de chaque sexe parmi les candidats.

Depuis l'entrée en application de la loi « Pacte », le non-respect des règles de représentation équilibrée hommes-femmes au sein du conseil d'administration peut entraîner la nullité des délibérations auxquelles a pris part le membre du conseil irrégulièrement nommé. Avant cette loi, les conséquences en cas de non-respect de cette obligation étaient prévues ainsi : « *Toute nomination intervenue en violation du premier alinéa et n'ayant pas pour effet de remédier à l'irrégularité de la composition du conseil est nulle. Cette nullité n'entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part le membre du conseil irrégulièrement nommé* ». L'article 189 de la loi « Pacte » supprime la seconde phrase du second alinéa des articles L. 225-18-1, L. 225-69-1 et L. 226-4-1 du code de commerce¹¹⁹. Du fait de cette suppression,

¹¹⁵ Article L. 225-18-1 du code de commerce.

¹¹⁶ Article L. 225-69-1 du code de commerce.

¹¹⁷ Article D. 1142-2 du code du travail.

¹¹⁸ Article L. 225-53 du code de commerce, modifié par l'ordonnance n°2019-1234 du 27 novembre 2019.

¹¹⁹ V. à ce sujet l'amendement n°2525 au projet de loi « Pacte » déposé par Coralie Dubost et Roland Lescure et adopté par l'assemblée nationale, selon lequel : « *Aujourd'hui, alors que la loi produit pleinement ses effets, il convient d'assurer que les conseils d'administration ou de surveillance, dans les sociétés anonymes ou dans les sociétés en commandite par actions (en 2020), l'appliquent avec la diligence nécessaire. A cette fin, la suppression de la clause de non nullité des délibérations paraît un outil approprié pour garantir cette diligence.* »

les émetteurs sont désormais exposés¹²⁰ à une nullité des décisions prises par un conseil d'administration auquel a participé un administrateur irrégulièrement nommé.

À la suite de ces modifications législatives, l'AFEP a publié en mars 2019 un « [vade-mecum sur la féminisation des instances dirigeantes](#) » proposant un éventail de bonnes pratiques pour renforcer la mixité des équipes dirigeantes. Deux constats ont été mis en avant :

- ✓ la promotion des femmes doit passer par une politique volontariste et,
- ✓ la possibilité d'une intervention du législateur ne doit pas être exclue.

Un avant-projet de loi pour l'égalité entre les femmes et les hommes a été annoncé fin 2019¹²¹ et une consultation publique a été lancée sur différentes propositions, relatives par exemple à la représentation équilibrée au sein des équipes dirigeantes, à la parité pour les administrateurs salariés désignés dans les conseils d'administration d'entreprises ou à l'accessibilité des résultats du calcul des écarts de salaires femmes-hommes¹²². Le Haut Conseil à l'Égalité entre les femmes et les hommes (« HCE ») a publié le 12 décembre 2019, à la demande de la secrétaire d'Etat chargée de l'égalité entre les femmes et les hommes, un [rapport sur « l'accès des femmes aux responsabilités et rôle levier des financements publics »](#). Ce rapport préconise de définir juridiquement les instances de direction afin de pouvoir fixer des quotas légaux, comme pour le conseil d'administration ou le conseil de surveillance (pour les comités de plus de 8 membres : 20 % en 2022, 40 % en 2024 et pour les comités de 8 membres et moins : une femme en 2022 et un écart maximal de deux en 2024). Il recommande par ailleurs, d'intégrer ce quota dans l'index « égalité femmes-hommes¹²³ » dit index « Pénicaud », avec l'ajout d'un indicateur 6, qui ne concernerait que les sociétés visées par ces quotas et qui serait pris en compte dans la note globale des points, déclenchant l'obligation de mettre en œuvre des actions correctives et au terme de 3 années, une pénalité financière¹²⁴. À titre d'information, toutes les sociétés du CAC 40 ont obtenu une note supérieure à 75 points en 2019¹²⁵, 3 d'entre elles ont obtenu une note de 99 sur 100 en 2019.

Dans son rapport 2019, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (« HCGE ») indique que « *la question de l'équilibre femmes-hommes dans les conseils d'administration a suscité des réponses appropriées, plaçant les conseils français en tête du classement mondial sur ce thème; il reste néanmoins beaucoup à faire pour accroître la diversité des comités exécutifs. Le HCGE, vigilant sur ce sujet, n'hésitera pas à saisir les sociétés qui ont une politique insuffisante en ce domaine* ».

Le 30 janvier dernier, l'AFEP et le MEDEF ont publié une version révisée de leur code de gouvernance comportant un nouveau paragraphe intitulé « Politique de mixité femmes/hommes au sein des instances dirigeantes » composé de deux articles qu'il convient aussi de mettre en parallèle du vade-mecum de l'AFEP cité ci-avant.

L'article 7.1 du code AFEP-MEDEF recommande au conseil d'administration de déterminer, sur proposition de la direction générale, « *des objectifs de mixité au sein des instances dirigeantes* » : « *sur proposition de la direction générale, le conseil détermine des objectifs de mixité au sein des instances dirigeantes. La direction générale présente au conseil les modalités de mise en œuvre des objectifs, avec un plan d'action et l'horizon de temps dans lequel ces actions seront menées. La direction générale informe annuellement le conseil des résultats obtenus* ». Cette

120 La nature de la nullité encourue donne lieu à discussions. V. à ce sujet H. Le Nabasque, *La composition des organes de direction et de contrôle de la gestion des sociétés par actions après la loi PACTE*, Bull. Joly Sociétés, juin 2019, n°06, p. 51 : « Débarassés désormais de cette petite phrase salubre, ces trois articles nous invitent donc à revenir au droit commun des nullités, savoir que la violation d'une disposition impérative de la loi (et celles relatives à la « parité » présentent ce caractère) pourra (devra ?) désormais entraîner la nullité des actes ou délibérations qui lui seraient contraires. Autant l'on comprend que les règles relatives à la parité sont essentielles, autant l'on peut hésiter à admettre qu'elles le seraient à ce point que leur méconnaissance devrait (pourrait ?) entraîner la nullité des décisions adoptées par un conseil irrégulièrement composé. Le fait que la loi n'édicte pas expressément la nullité devrait logiquement entraîner une nullité facultative (pour le juge) et non obligatoire. »

121 <https://www.economie.gouv.fr/aqir-ensemble-egalite-femmes-hommes-economie>

122 <https://www.vie-publique.fr/consultations/272154-consultation-citoyenne-pour-legalite-femmes-hommes-dans-leconomie>

123 Décret n°2019-15 du 8 janvier 2019 portant application des dispositions visant à supprimer les écarts de rémunération entre les femmes et les hommes dans l'entreprise et relatives à la lutte contre les violences sexuelles et les agissements sexistes au travail.

124 https://www.haut-conseil-egalite.gouv.fr/IMG/pdf/rapport_parite_gouvernance-20191217.pdf

125 Ministère du Travail, de l'Emploi et de l'Insertion, Index égalité professionnelle F/H publié par les entreprises de plus de 1000 salariés. Il est à noter que pour certaines sociétés cette note est « consolidée » au niveau du groupe.

recommandation est applicable à compter des assemblées générales statuant sur les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2020 mais il est recommandé que les conseils fassent leurs meilleurs efforts pour publier des objectifs en termes de féminisation, dès 2020¹²⁶.

Le HCGE, dans sa nouvelle version du guide d'application du code AFEP/MEDEF de janvier 2020, recommande aux sociétés cotées de faire leurs meilleurs efforts pour publier des objectifs en termes de féminisation, dès cette année 2020 et a apporté des précisions sur la notion « d'instances dirigeantes ». Elles comprennent ainsi le comité exécutif mais également le directoire, le comité de direction ou tout autre comité assimilé ainsi que l'encadrement supérieur.

L'AMF constate que certaines sociétés cotées se conforment déjà à ces exigences, les objectifs de mixité des instances de direction faisant plus généralement partie des objectifs extra-financiers. Sur l'échantillon du CAC 40, ces objectifs de mixité des instances dirigeantes concernent souvent un grand nombre de personnes allant au-delà du comité exécutif. Il a ainsi été relevé, dans les documents d'enregistrement universels, que ces objectifs s'appliquaient aux populations suivantes :

- ✓ Les 10 % de postes à plus haute responsabilité ;
- ✓ Les cadres dirigeants ;
- ✓ Les populations clés ;
- ✓ Les postes de managers ;
- ✓ Les postes stratégiques au-delà du COMEX / CODIR ;
- ✓ Les instances / équipes de direction ;
- ✓ L'encadrement supérieur ;
- ✓ Les postes clé.

L'AMF relève ainsi que les définitions précises retenues pour le périmètre des instances dirigeantes sont très variables, et parfois vagues. Une plus grande convergence, et précision dans la définition du périmètre à considérer serait souhaitable afin de disposer d'une meilleure transparence sur l'application effective de ces nouvelles dispositions.

L'article 7.2 du code indique que « la politique de féminisation au sein des instances dirigeantes devra être décrite dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise. Il reprendra les objectifs (précisés en termes de pourcentages¹²⁷) ainsi qu'un plan d'action et l'horizon de temps dans lequel ces actions seront menées ». Si les objectifs n'étaient pas atteints, le conseil devra expliquer, dans ce même rapport, les raisons ayant conduit à cette situation et établir un plan correctif permettant d'y pallier ».

L'AMF relève, dans leur document d'enregistrement universel 2019 des sociétés du CAC 40, que :

- ✓ 10 constatent, qu'elles ont en 2019, ou auront en 2020, entre 15 et 35 % de femmes au sein du COMEX ;
- ✓ 3 prennent un engagement d'avoir entre 25 et 30 % de femmes au sein du COMEX à horizon 2025 et une indique vouloir atteindre en 2025, au sein du COMEX, le même pourcentage que celui relatif à la part totale des femmes dans les effectifs du groupe ;
- ✓ Pour ce qui est des objectifs de mixité au sein des autres « instances dirigeantes », les objectifs sont très différents d'une entreprise à l'autre : 20 sociétés ont des objectifs de 16 à 55 % dans les 5 à 10 prochaines années.

□ Au niveau européen

La Commission européenne a publié le 5 mars 2020 [sa stratégie quinquennale \(2020-2025\) en faveur de l'égalité entre les hommes et les femmes en Europe](#) qui définit des mesures clés pour les 5 prochaines années et s'engage à veiller à ce que la Commission intègre une perspective d'égalité dans tous les domaines d'action de l'Union européenne.

¹²⁶ AFEP-MEDEF, *Gouvernement d'entreprise*, L'Afep et le Medef publient une version révisée du code de gouvernance des sociétés cotées, Communiqué de presse, 30 janvier 2020.

¹²⁷ Précisé par le guide d'application du code AFEP/MEDEF.

À ce titre, la Commission propose d'adopter le projet de directive de 2012 concernant un meilleur équilibre hommes-femmes au sein des conseils d'administration des entreprises. Celle-ci fixe l'objectif d'un minimum de 40 % de membres non exécutifs du sexe sous-représenté au sein des conseils d'administration des entreprises, en ligne avec la loi française d'ores et déjà en vigueur.

Enfin, la plateforme européenne des chartes de la diversité – « *EU Platform of Diversity Charters* » – sera utilisée pour partager l'expérience et les bonnes pratiques en matière d'équilibre hommes-femmes dans les conseils d'administration et les postes de direction, ainsi que les exemples de projets nationaux ou régionaux menés par les gouvernements, la société civile ou le secteur privé¹²⁸.

2.3 La « raison d'être »

L'introduction de la notion de « raison d'être » dans le code civil est l'une des réformes les plus emblématiques de la loi « Pacte ». Selon l'exposé des motifs de ce texte, « *cette notion de raison d'être vise à rapprocher les chefs d'entreprise et les entreprises avec leur environnement de long terme. Le rapport « l'entreprise, objet d'intérêt collectif » réalisé par Jean-Dominique Senard et Nicole Notat indique que la notion de raison d'être peut être définie « comme l'expression de ce qui est indispensable pour remplir l'objet social ». La raison d'être peut ainsi « avoir un usage stratégique, en fournissant un cadre pour les décisions les plus importantes ». À la manière « d'une devise pour un État, la raison d'être pour une entreprise est une indication, qui mérite d'être explicitée, sans pour autant que des effets juridiques précis y soient attachés ». Ce projet d'article incite ainsi, sous la forme d'un effet d'entraînement, les sociétés à ne plus être guidées par une seule « raison d'avoir », mais également par une raison d'être, forme de doute existentiel fécond permettant de l'orienter vers une recherche du long terme* »¹²⁹.

Aux termes de l'article 1835 du code civil, tel qu'amendé par la loi « Pacte », les statuts peuvent préciser une raison d'être, laquelle est « *constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité* ». Il est à noter qu'aux termes de la loi « Pacte », l'inscription d'une raison d'être dans les statuts constitue une simple faculté et non une obligation pour les émetteurs.

Le rapport Notat-Senard, qui a inspiré certaines dispositions de la loi « Pacte », a pu définir « *la raison d'être comme l'expression de ce qui est "indispensable pour remplir [l']objet (social)". L'objet social mentionné dans les statuts de la société étant devenu un inventaire des activités potentielles, souvent beaucoup plus large que le champ des activités réelles, la raison d'être est une recherche de cohérence. Elle est souvent formulée pour renforcer l'engagement des salariés, en donnant du sens à leur travail. Formulée par le conseil d'administration, la raison d'être peut aussi avoir un usage stratégique, en fournissant un cadre pour les décisions les plus importantes, afin de concrétiser l'intérêt propre de la société et de l'entreprise, et les considérations sociales et environnementales et ainsi d'apporter un contrepoids utile au critère financier de court terme. [...] La notion de raison d'être consiste à donner corps à la fiction juridique que représente l'entreprise* »¹³⁰.

Ce même rapport avait identifié le risque que certains émetteurs puissent utiliser la raison d'être à des fins « marketing », en notant que « *si quelques-uns pourraient être tentés d'en faire un objet marketing, la raison d'être fournira à la plupart des conseils d'administration un guide pour les décisions importantes, un contrepoids utile au critère financier de court-terme, qui ne peut servir de boussole* »¹³¹.

¹²⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020DC0152>

¹²⁹ Assemblée nationale, *Projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises*, n°1088, Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 19 juin 2018, Exposé des motifs.

¹³⁰ N. Notat, J.-D. Senard, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif, Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Economie et des Finances, du Travail*, 9 mars 2018, p. 49.

¹³¹ N. Notat, J.-D. Senard, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif, Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Economie et des Finances, du Travail*, 9 mars 2018, p. 4.

Si les émetteurs ne sont pas tenus de formaliser une raison d'être, ni *a fortiori* de l'insérer dans leurs statuts, il serait inexact de considérer que l'inscription d'une raison d'être au sein des statuts serait dépourvue de portée normative. Comme l'a relevé le Conseil d'Etat dans son avis sur la loi « Pacte », « *cette disposition n'est toutefois pas dépourvue de portée normative dans la mesure où, pour les entreprises qui auront fait ce choix, l'inscription dans les statuts obligera à s'y conformer. De même la nouvelle rédaction des articles L. 225-35 et L. 225-64 du code de commerce invite le conseil d'administration ou le directoire à « prendre également en considération la raison d'être de la société » et le cas échéant donc, à en tirer des conséquences dans leurs décisions de gestion* »¹³².

Plus de la moitié des sociétés du CAC 40 déclarent avoir adopté une « raison d'être », parfois avant même l'adoption de la loi « Pacte », et certaines explicitent les engagements qui en découlent. Plusieurs sociétés indiquent par ailleurs qu'une raison d'être est en cours de formalisation¹³³.

Ainsi, au sein du CAC 40, 6 sociétés seulement ont choisi d'inscrire la raison d'être dans leurs statuts et plus précisément :

- ✓ dans le préambule des statuts dans 1 cas ;
- ✓ dans l'article relatif à l'« objet social » dans 4 cas ;
- ✓ dans l'article relatif aux pouvoirs du Conseil d'administration dans 1 cas. C'est alors le principe d'une raison d'être qui est approuvé et non la raison d'être elle-même. A cet égard, l'AMF note qu'une société du CAC 40, prévoit cependant explicitement dans ses statuts le principe d'une telle raison d'être et les implications qui en découlent pour le conseil d'administration.

Les autres sociétés n'ont pas inscrit la raison d'être - son contenu ou son principe - dans leurs statuts mais sur des supports divers. Les supports sont le plus souvent leur document d'enregistrement universel et/ou une page de leur site internet. Dans 2 cas, la raison d'être apparaît au sein d'un code d'éthique ou de bonne conduite.

La description de la raison d'être et des engagements qui en découlent est plus ou moins détaillée. Le plus souvent, les sociétés résument leur raison d'être en une phrase, telle que : « *Créer la beauté qui fait avancer le monde* » ; « *Agir chaque jour dans l'intérêt de nos clients et de la société* » ; « *Offrir à chacun une meilleure façon d'avancer* » ; « *Apporter la santé par l'alimentation au plus grand nombre* », avant de préciser ce que ces formules recouvrent. À la suite de la première formulation citée, par exemple, la société déclare « *agi[r] pour inventer le futur de la beauté en ayant recours au meilleur de la technologie et de la science, toujours plus inspirées par la nature, [...] agi[r] pour faire avancer l'innovation sociale en offrant à [ses] collaborateurs le meilleur en matière de conditions de travail, de formation et de protection sociale, [...] agi[r] pour construire une entreprise toujours plus inclusive qui reflète la diversité des consommateurs [...], agi[r] pour nouer des partenariats durables avec [ses] clients et fournisseurs, basés sur la confiance et le développement mutuels, [...] agi[r] pour créer de la valeur pour tous [ses] actionnaires, en [s'] appuyant sur un modèle économique robuste, [...] agi[r] pour œuvrer partout pour la cause des femmes et au développement des communautés [...], agi[r] pour protéger la beauté de la planète en luttant contre le changement climatique, en respectant la biodiversité et en préservant les ressources naturelles.* »

Lorsqu'il est décrit, le processus qui a conduit à l'adoption de la raison d'être (que celle-ci soit ou non inscrite dans les statuts) obéit à des schémas relativement homogènes :

- ✓ 2 sociétés indiquent que le conseil d'administration est en charge de mener à bien le processus. 3 sociétés soulignent l'existence de débats au sein du conseil sur cette raison d'être. L'une d'elle déclare : « Le conseil a particulièrement apprécié le fait de délibérer à plusieurs reprises sur le texte de la raison d'être et d'avoir eu

¹³² Conseil d'Etat, Avis sur un projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises, Séance du jeudi 14 juin 2018, n°394.599 et 395.021, p. 39. Le Conseil d'Etat relève en outre que « contrairement à l'intérêt social, la notion de « raison d'être » est inédite dans la législation comme dans la jurisprudence. Il souligne que, si l'étude d'impact ne permet pas de l'éclairer, elle a vocation à être précisée au fur et à mesure par la pratique et par la jurisprudence ».

¹³³ Outre le sujet de l'intégration d'une raison d'être dans les statuts, il peut être relevé que, depuis l'entrée en vigueur de la Loi Pacte, 14 sociétés du CAC 40 (dont 3 des 6 sociétés qui ont inscrit une raison d'être dans leurs statuts) ont mis à jour leurs statuts pour y inclure la prise en considération, dans le cadre de leur gestion, des enjeux sociaux et environnementaux de leur activité (en référence aux nouvelles dispositions de l'article 1833 du code civil). Par ailleurs, il apparaît que la plupart des sociétés qui n'ont pas inscrit de raison d'être dans leurs statuts consacrent une page aux enjeux sociaux et environnementaux de leur activité sur leur site internet.

l'occasion de l'amender en tant que de besoin. Il souhaite pouvoir disposer à l'avenir d'une analyse approfondie de l'impact de l'adoption de cette raison d'être par l'entreprise et d'un suivi étroit des engagements de l'entreprise en matière de performance extra-financière et de transition énergétique » ;

- ✓ dans 2 cas, c'est un sous-comité du conseil, ou un Comité de pilotage, qui conduit la réflexion. Ainsi, dans un cas, le Comité de pilotage « *s'est attaché à recenser et analyser les pratiques existantes, définir le cahier des charges auquel devrait répondre le contenu de la raison d'être, mener les consultations auprès des différentes parties prenantes et élaborer en lien avec la Direction Générale des propositions de raison d'être* » ;
- ✓ des sociétés mettent en avant l'importance du dialogue avec les parties prenantes dans l'élaboration de la raison d'être : pour l'une de ces sociétés par exemple, « *un texte a été élaboré sous l'égide du Comité Exécutif [...], à partir de trois textes ayant fait l'objet ces dernières années de travaux menés avec de nombreux collaborateurs : les Convictions partagées (Mission et vision), le Code de conduite et le Manifeste de l'Engagement.* » ; pour une autre, « *Le Comité de pilotage a pu capitaliser sur les nombreuses consultations de parties prenantes.* » Outre les clients, « *les parties prenantes externes suivantes ont été consultées : une quinzaine d'investisseurs sur la trentaine sollicités, proxy advisors, agences de notation extra-financière et plus d'une vingtaine d'acteurs de la société civile via des entretiens individuels (ONG de développement, ONG droits de l'homme, ONG environnementales, ONG sociales, universités, think tanks, banques de développement, élus locaux et nationaux).* » Une société déclare avoir fait participer ses collaborateurs à la « co-construction » de la raison d'être : « *plus de 15 000 interactions et propositions, 130 000 votes* ».

L'AMF considère qu'il est de bonne pratique de décliner des engagements concrets, en précisant la mise en œuvre pratique de cette raison d'être et en détaillant les étapes clefs. Certaines sociétés prévoient, par exemple :

- ✓ la revue régulière par le conseil d'administration et le suivi des engagements pris au titre de la raison d'être. Une société décrit particulièrement l'organisation interne destinée à assurer la bonne mise en œuvre de la raison d'être : il s'agit dans ce cas « d'une organisation multifonctionnelle coordonnée par le Secrétaire Général, sous la supervision du Directeur Général qui rend compte au Conseil d'administration. Cette organisation repose sur un groupe de travail d'une vingtaine de collaborateurs d'Atos, issus de différentes fonctions opérationnelles et support, et occupant des postes de direction, de management de projet ou d'expertise. Chaque contributeur est responsable sur son périmètre d'activité à la fois du déploiement de la raison d'être et de sa promotion. Le Conseil d'administration examine régulièrement l'évolution des travaux de l'entreprise à ce sujet. L'unique Entreprise à Mission s'est, elle, dotée d'un Comité de mission indépendant, composé d'une dizaine d'experts éminents et qualifiés, examinera notre feuille de route et [les] progrès sur tous ces sujets. » ;
- ✓ les dialogues réguliers avec les parties prenantes, internes (une société « favorise, notamment au sein des instances représentatives du personnel, le dialogue social, qui participe à l'appropriation par les salariés de notre projet collectif ») ou externes (« Enrichi par une série d'entretiens qualitatifs menés auprès des parties prenantes externes, cet exercice a permis à Carrefour de mieux comprendre leurs aspirations au regard de sa raison d'être, d'identifier des enjeux émergents et d'approfondir certains signaux faibles ») ;
- ✓ la formation voire la certification des collaborateurs sur la raison d'être : « de l'ordre de 60 % des collaborateurs bénéficiant de la certification relative à notre raison d'être et à nos valeurs ; de l'ordre de 75 % des People Managers certifiés en poursuivant notre dynamique d'accompagnement » ;
- ✓ des objectifs stratégiques de long terme¹³⁴ : « plan stratégique 2021-2025 déclinant la raison d'être du Groupe en *choix stratégiques concernant les clients, les activités et les géographies avec l'objectif d'une amélioration durable de la rentabilité du Groupe* » ; « *C'est sur cette base, avec la volonté d'ancrer son utilité sociétale dans l'ensemble de ses activités, métiers et processus que s'est construit le nouveau projet du Groupe,*

¹³⁴ Il est rappelé que la notion de « raison d'être » est distincte de la qualité de société à mission introduite par la loi « Pacte ». Définie à l'article L. 210-10 du code de commerce, la société à mission est, en substance, une société commerciale dotée d'une raison d'être et dont les « statuts précisent un ou plusieurs objectifs sociaux et environnementaux que la société se donne pour mission de poursuivre dans le cadre de son activité ». L'exécution de ces objectifs sociaux et environnementaux devant faire l'objet d'une vérification par un organisme tiers indépendant.

“Ambitions 2022”. Il traduit, au travers d’objectifs forts, la volonté de contribuer encore davantage aux Objectifs de développement durable (ODD) des Nations Unies. » ;

- ✓ l’inscription de la raison d’être dans les critères de performance de la rémunération variable des dirigeants (ou, dans un cas, des managers) ;
- ✓ divers programmes RSE ou les réponses aux sollicitations extra-financières : à titre illustratif, une société en place un « programme mondial d’actions concrètes pour mieux manger à un prix accessible », qui, en France, « se décline autour de treize engagements » tels que : « exclure 100 substances controversées de tous les produits à marque [de la société] » ou « garantir la transparence sur la traçabilité de ses produits grâce à la blockchain ». Une autre société a mis en place un « Plan de vigilance 2020 », lequel « s’inscrit dans la continuité du plan de vigilance 2019, tout en prenant en compte les nouvelles orientations du Groupe exprimées à travers son plan stratégique et couvrant la période 2020 - 2025, ainsi que la Raison d’Être [de la société]. En particulier, [la société] a spécifiquement identifié l’exposition aux risques physiques et transitoires liés au dérèglement climatique, et a pris le nouvel engagement d’être net zéro carbone en 2040. [La société] a également pris de nouveaux engagements en faveur de l’inclusion numérique, pour renforcer les libertés et la sécurité du quotidien numérique des personnes et des organisations. Dans un objectif de transparence et d’ouverture notamment vers les investisseurs et actionnaires, le Groupe répond régulièrement à des sollicitations portant sur ses performances extra-financières. ».

Plus généralement, comme l’a relevé le Conseil d’État, la notion de raison d’être « a vocation à être précisée au fur et à mesure par la pratique et par la jurisprudence »¹³⁵. Si certaines tendances se dessinent, il est encore trop tôt pour tirer des conclusions sur la portée de cette réforme introduite par la loi « Pacte ». C’est le cas, également, de la réécriture de l’article 1833 du code civil, par lequel le législateur a expressément introduit la notion d’intérêt social au sein dudit code, et qui dispose que « la société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ». La portée de l’introduction de ce nouvel article donne lieu à des lectures divergentes¹³⁶ que la jurisprudence devrait venir préciser.

2.4 La prise en compte du long terme

La Commission européenne a lancé le 30 juillet 2020 une initiative législative intitulée « Sustainable corporate governance »¹³⁷. Une proposition législative est annoncée pour le deuxième trimestre 2021. Une consultation publique est en cours, ouverte de fin octobre 2020 jusqu’à février 2021, afin de recueillir des données et l’avis des parties prenantes sur le contenu de cette proposition.

L’initiative vise à renforcer l’intégration des enjeux de durabilité dans les structures de gouvernance d’entreprise et à mieux aligner les intérêts à long terme des dirigeants, des actionnaires, des parties prenantes et de la société en général. Elle se décline selon deux grands axes :

- ✓ inciter les conseils d’administration à mieux en prendre en compte les intérêts des parties prenantes ainsi que les risques, les opportunités et les impacts négatifs liés aux facteurs de durabilité, notamment en les intégrant dans les décisions et la stratégie des entreprises ;

¹³⁵ Conseil d’Etat, Avis sur un projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises, Séance du jeudi 14 juin 2018, n°394.599 et 395.021, p. 39.

¹³⁶ Certains auteurs considèrent que la loi « Pacte » n’est que la formalisation à droit constant de la jurisprudence sur la notion d’intérêt social (V. not. D. Schmidt, « La loi PACTE et l’intérêt social », D. 2019, p. 633) quand d’autres considèrent que cette loi a consacré une conception élargie de l’intérêt social (V. not. P.-H. Conac, « L’article 1833 et l’intégration de l’intérêt social et de la responsabilité sociale d’entreprise », Rev. Soc. 2019, p. 570 ; M. Tirel, « La réforme de l’intérêt social et la "ponctuation signifiante" », D. 2019, p. 2317). Sur l’ensemble de la question, V. Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP), Rapport sur la responsabilité des sociétés et de leurs dirigeants en matière sociale et environnementale, 19 juin 2020.

¹³⁷ <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance>

- ✓ inviter les organes de décision à élargir l'horizon de temps en fonction duquel les décisions sont prises et à penser la résilience et à la performance à long terme de leurs entreprises tout au long de leurs chaînes de valeur (devoir de vigilance).

Cette proposition législative pourrait combiner plusieurs dispositions, contraignantes (par exemple *via* une directive - à transposer par les Etats membres) et/ou non contraignantes (par exemple *via* des lignes directrices) comme¹³⁸ :

- ✓ la mise en place de diligences raisonnables visant à identifier, prévenir, gérer et atténuer les impacts négatifs en matière de durabilité dans les domaines de l'environnement, du social, des droits humains et de la corruption ;
- ✓ la prise en compte des intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise et leur intégration dans la stratégie de l'entreprise ;
- ✓ la mise en place d'un mécanisme de contrôle et de suivi du respect de ces obligations, prévoyant si besoin des sanctions adaptées ;
- ✓ des obligations concernant les structures de rémunération des dirigeants.

Les autres actualités saillantes concernent les modifications apportées au vote sur la rémunération par la directive Droits des actionnaires. Les modifications en France sont présentées dans la seconde partie.

138 *Impact Assessment.*

PARTIE 2 – ÉTUDE SUR L’INFORMATION FOURNIE PAR LES SOCIÉTÉS DANS LE RAPPORT SUR LE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE

1.	RAPPEL DE LA MÉTHODOLOGIE.....	44
1.1	Objectif du rapport	44
1.2	Échantillon retenu	45
1.3	Thématique et méthode d’analyse du rapport 2020	45
2.	L’ATTRIBUTION DES RÉMUNÉRATIONS AUX MANDATAIRES SOCIAUX	46
2.1	La fixation de la rémunération par le conseil	46
2.2	Des comités des rémunérations au sein desquels les salariés ne sont pas toujours représentés	48
2.3	La conformité à la politique de rémunération.....	49
2.4	La clause de restitution	54
2.5	La renonciation par les dirigeants à une partie de la rémunération.....	55
3.	CONSTATS SUR LES DIFFÉRENTES RÉMUNÉRATIONS ATTRIBUÉES AU TITRE DE ET/OU VERSÉES AU COURS DE L’EXERCICE ÉCOULÉ AUX DIRIGEANTS MANDATAIRES SOCIAUX EXÉCUTIFS....	56
3.1	L’augmentation de la rémunération	57
3.2	La rémunération long terme	57
3.3	Les rémunérations exceptionnelles	59
3.4	Les indemnités de prise de fonction	60
3.5	Éléments de rémunération susceptibles d’être dus en cas de départ	60
3.6	Le maintien du contrat de travail	61
4.	LE RATIO D’ÉQUITÉ OU MULTIPLE DE RÉMUNÉRATION.....	62
5.	LE VOTE DE L’ASSEMBLÉE GÉNÉRALE	71
5.1	Les modifications de la politique de rémunération 2020.....	71
5.2	Les conséquences du vote négatif de l’assemblée générale sur le <i>say on pay ex post</i>	72
6.	AUTRES CONSTATS SAILLANTS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D’ENTREPRISE	74
6.1	Une proportion insuffisante d’administrateurs indépendants au sein des comités....	74
6.2	Information sur la procédure d’appel d’offres lors du renouvellement des commissaires aux comptes	76
6.3	Le respect des recommandations et pistes de réflexions antérieures de l’AMF	77

Les constats ci-après sont formulés dans le contexte (i) de première année d'application des articles L. 225-37-2 et L.225-37-3 du code de commerce modifiés et (ii) de crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19.

1. RAPPEL DE LA MÉTHODOLOGIE

1.1 Objectif du rapport

En application de l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier, l'AMF établit chaque année un rapport portant sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants sur le fondement des informations publiées par les sociétés ayant leur siège statutaire en France et cotées sur un marché réglementé. L'objectif est de vérifier les informations publiées par ces sociétés cotées (1.1.1.) et, le cas échéant, de recommander des évolutions dans les pratiques (1.1.2.).

1.1.1 Vérifier les informations publiées par les sociétés cotées

L'AMF veille à la transparence des informations publiées par les sociétés cotées en matière de gouvernement d'entreprise et de rémunération des dirigeants. Elle vérifie ainsi l'information que les sociétés rendent publique dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise, dans le rapport du conseil à l'assemblée générale et sur leur site internet, à l'occasion de l'assemblée générale annuelle notamment.

L'article L. 225-37-4 8° du code de commerce dispose, en particulier, que le rapport sur le gouvernement d'entreprise précise « *lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été, ainsi que le lieu où ce code peut être consulté [...]* ». À défaut de se référer à un code, la société doit préciser les raisons qui l'ont conduite à ne pas s'y référer ainsi que la description des règles qu'elle choisit de mettre en place en complément de celles requises par la loi, le cas échéant.

À ce jour, deux codes ont été élaborés par des organisations représentatives des entreprises : le code AFEP-MEDEF et le Code MIDDLENEXT. À titre d'information, au 31 décembre 2019, au sein du SBF 120, 105 sociétés se réfèrent au code AFEP-MEDEF, 4 sociétés au code MIDDLENEXT et 10 sociétés à un code de gouvernance étranger. Une société ne se réfère à aucun code. L'AMF examine ainsi la manière dont les sociétés mettent en œuvre les recommandations qui figurent dans les codes de gouvernement d'entreprise établis par l'AFEP et le MEDEF ou MIDDLENEXT.

1.1.2 Recommander des évolutions dans les pratiques de gouvernance d'entreprise

L'AMF peut approuver « *toute recommandation qu'elle juge utile*¹³⁹ ». Elle émet des recommandations à destination des sociétés se référant aux codes précités et des pistes de réflexions destinées à l'AFEP et au MEDEF, voire au Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE)¹⁴⁰, en vue de faire évoluer le code AFEP-MEDEF.

¹³⁹ Article L. 621-18-3 du code monétaire et financier.

¹⁴⁰ Selon le code AFEP-MEDEF, le HCGE a pour missions :

- d'assurer le suivi de l'application du Code. Il peut être saisi par les conseils d'administration ou de surveillance sur toute disposition ou interprétation liée au Code ; il peut s'autosaisir s'il constate qu'une société n'applique pas une recommandation sans explication suffisante ; son pouvoir de persuasion vient de la transparence. En effet, les sociétés qui décideraient de ne pas suivre les avis du Haut Comité devront en faire état dans leur rapport annuel en explicitant les raisons. Les actionnaires seront donc parfaitement informés de la saisine et de la réponse donnée par la société ;
- de proposer des mises à jour du Code AFEP MEDEF au regard de l'évolution des pratiques, y compris à l'international et des recommandations qu'il a pu formuler aux entreprises à l'occasion de sa mission de suivi de l'application du Code.

- Recommandation AMF DOC-2012-02 : Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés cotées se référant au code AFEP-MEDEF – Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF
- Recommandation AMF DOC-2013-20 : Rapport 2013 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des valeurs moyennes et petites.

1.2 Échantillon retenu

L'échantillon est constitué de 58 sociétés françaises du SBF 120¹⁴¹ (1) dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris et (2) dont l'assemblée générale s'est tenue entre début janvier et fin juillet 2020. Il comprend l'ensemble des sociétés du CAC 40 respectant ces deux conditions, ainsi que les sociétés du SBF 120 n'ayant également pas fait l'objet d'une revue dans le cadre du rapport sur le gouvernement d'entreprise de l'AMF au cours des trois dernières années. Ont été exclues de cet échantillon les sociétés de droit étranger. La liste des sociétés de l'échantillon est présentée en annexe 2.

1.3 Thématique et méthode d'analyse du rapport 2020

Les informations utilisées pour établir le rapport sont les informations publiées par les sociétés dans leur document de référence ou leur rapport annuel publié en 2020 au titre de l'année 2019, dans des communiqués de presse parus au premier semestre 2020 et/ou sur leur site internet, notamment dans la section dédiée à l'assemblée générale annuelle.

L'AMF a indiqué dans son plan stratégique pour 2018-2022 vouloir « *faire évoluer le rapport de l'AMF sur la gouvernance et la rémunération des dirigeants en tenant compte des progrès accomplis par les émetteurs ces dernières années* ». Afin de renforcer la visibilité des messages les plus importants, l'AMF propose des développements approfondis sur certains thèmes jugés d'actualité ou pour lesquels une marge de progression existe encore.

Dans un contexte d'entrée en application de la nouvelle directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, dite directive « *Droits des actionnaires II* », la thématique retenue pour le présent rapport est celle de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux. Cette étude thématique a été complétée d'un examen des non-conformités au code AFEP-MEDEF par les sociétés sur l'ensemble des sujets.

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

En synthèse, au sein de l'échantillon :

- une société du SBF 120 ne se réfère à aucun code ;
- 3 sociétés du SBF 120 se réfèrent au code MIDDLENEXT et déclarent s'y conformer strictement ; et
- 54 sociétés de l'échantillon se réfèrent au code AFEP-MEDEF. Parmi celles-ci, 12 sociétés du CAC 40 indiquent se conformer à l'ensemble des dispositions du code AFEP-MEDEF et 42 sociétés mentionnent le non-respect d'une ou plusieurs dispositions de ce code.

Ainsi, au total, 117 mentions de non-respect du code AFEP-MEDEF ont été déclarées par ces sociétés (soit en moyenne environ 2 déclarations de non-conformité par société). Ce chiffre doit être relativisé car la mention d'un non-respect est

141 Au 31 mars 2020.

une façon pour les sociétés d'expliquer comment elles respectent le code AFEP-MEDEF en l'appliquant à leur situation particulière¹⁴² (c'est la démarche dite « *appliquer ou expliquer* »). De plus, dans 8 cas, les sociétés se sont depuis mises en conformité. Enfin, 15 sociétés indiquent qu'il s'agit de dérogations au code AFEP-MEDEF qui sont temporaires. Tous ces non-respects du code AFEP-MEDEF sont présentés ci-après dès lors qu'ils sont relatifs à la thématique retenue ou concernent plus de 10 sociétés.

2. L'ATTRIBUTION DES RÉMUNÉRATIONS AUX MANDATAIRES SOCIAUX

2.1 La fixation de la rémunération par le conseil

Aux termes de l'article L. 225-37-2.-I.¹⁴³ du code de commerce, « *dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration établit une politique de rémunération des mandataires sociaux. [...].* »

La loi donne ainsi un rôle important au conseil d'administration chargé de fixer la rémunération et d'apprécier le niveau d'atteinte des différents critères et objectifs auxquels il la conditionne. La société **SARTORIUS STEDIM BIOTECH** indique dans son document d'enregistrement universel que ce rôle est exercé par le conseil de la société holding¹⁴⁴, qui rémunère directement le président-directeur général de la société cotée et refacture à cette dernière une partie de cette rémunération, par le biais d'une convention de prestation de services. L'AMF a donc rappelé à la société qu'elle devait, en complément, préciser le rôle de son propre conseil s'agissant de la politique de rémunération et des rémunérations perçues au titre de leurs mandats au sein de cette société. Dans un contexte où la convention de refacturation a été rejetée par les trois dernières assemblées générales, l'AMF a en outre porté à l'attention de cette société sa recommandation DOC-2012-02, selon laquelle : « *en cas de vote contesté en assemblée générale, [l'AMF] recommande [...] aux sociétés de s'interroger sur l'opportunité d'une communication sur les positions éventuellement arrêtées par le conseil à la suite de ce vote.* »

Par ailleurs, on soulignera la situation particulière des sociétés en commandite par actions dans lesquelles l'établissement de la politique de rémunération des gérants relève de la compétence de l'associé commandité et non du conseil de surveillance. Toutefois, une société en commandite par actions parmi les 4 de l'échantillon, **MICHELIN**, indique que le conseil de surveillance, assisté d'un comité des rémunérations, donne son avis sur la rémunération des gérants. Plus précisément, le comité des rémunérations propose au conseil de surveillance les paramètres des éléments constituant leur rémunération pour que ce dernier puisse recommander à l'associé commandité non gérant les différents critères conditionnant les rémunérations variables attribuées aux gérants. Une autre société en commandite par actions, **HERMÈS INTERNATIONAL**, soumet, depuis 2020, la politique de rémunération des gérants à l'avis consultatif du conseil de surveillance. La rémunération effective des gérants fait l'objet d'une délibération du conseil de surveillance. L'AMF considère qu'il s'agit là de bonnes pratiques.

142 L'article 27.1 du code AFEP-MEDEF précise que : « les sociétés cotées qui se réfèrent au présent code de gouvernement d'entreprise font état de manière précise, dans leur rapport sur le gouvernement d'entreprise, de l'application des présentes recommandations et fournissent une explication lorsqu'elles écartent, le cas échéant, l'une d'entre elles.

L'explication à fournir lorsqu'une recommandation n'est pas appliquée doit être compréhensible, pertinente et circonstanciée. Elle doit être étayée et adaptée à la situation particulière de la société et indiquer, de manière convaincante, en quoi cette spécificité justifie la dérogation. Elle doit indiquer les mesures alternatives adoptées le cas échéant et décrire les actions qui permettent de maintenir la conformité avec l'objectif poursuivi par la disposition concernée du code. »

143 Il convient de noter que l'article L. 225-37-2 du code de commerce concerne les sociétés anonymes (et européennes) à conseil d'administration mais que des dispositions similaires s'appliquent aux sociétés anonymes et européennes à conseil de surveillance et directoire (L. 225-82-2 du code de commerce), et aux sociétés en commandite par actions (L. 226-8-1 du code de commerce). Par souci de simplicité, ces deux dernières références légales ne sont plus évoquées dans la suite du rapport mais il doit être considéré que les constats portant sur l'article L. 225-37-2 du code de commerce s'y rapportent de la même manière. Par ailleurs, les dispositions l'article L. 225-37-3 du code de commerce concerne les sociétés anonymes et européennes à conseil d'administration mais s'appliquent également aux sociétés anonymes et européennes à conseil de surveillance et directoire, sur renvoi de l'article L. 225-68 du code de commerce, et aux sociétés en commandite par actions, sur renvoi de l'article L. 226-10-1 du code de commerce.

144 Notamment page 85 du document d'enregistrement universel 2019.

□ L'information sur l'appréciation des conditions de performance

L'article L. 225-37-3 I 4° du code de commerce, dans sa nouvelle rédaction, prévoit une information dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise sur « les méthodes d'évaluation à appliquer aux mandataires sociaux pour déterminer dans quelle mesure il a été satisfait aux critères de performance prévus pour la rémunération variable et la rémunération en actions. » L'article L. 225-37-3 I 8° du code de commerce prévoit, en complément, une information sur la manière dont les critères de performance ont été appliqués avec une « explication de la manière dont la rémunération totale respecte la politique de rémunération adoptée, y compris la manière dont elle contribue aux performances à long terme de la société, et de la manière dont les critères de performance ont été appliqués¹⁴⁵ ».

Au sein de l'échantillon, l'AMF relève que, si les critères de performance utilisés sont bien présentés pour la rémunération variable annuelle et la rémunération long terme, les sociétés ne détaillent pas toujours le niveau de réalisation des objectifs qui a été atteint l'année N-1¹⁴⁶. Ainsi, la société qui attribue la rémunération variable la plus importante en pourcentage de la rémunération fixe ne donne que peu d'informations sur le taux d'atteinte des objectifs. De même, des informations sur la variation possible de la pondération du critère sont parfois manquantes.

Pour les sociétés qui attribuent des plans long terme en numéraire, l'information sur l'appréciation par le conseil de la performance est souvent fournie uniquement au moment du versement (c'est-à-dire postérieurement à l'attribution définitive). Sur 23 sociétés du CAC 40 dotées d'un plan de rémunération en actions qui indiquent que la période d'acquisition arrive à échéance en 2019, une seule société, **SCHNEIDER ELECTRIC SE**, présente cette rémunération dans le tableau de synthèse des rémunérations. Les autres précisent le nombre de titres définitivement acquis dans les tableaux des actions devenues disponibles ou ne donnent pas l'information.

Afin d'améliorer la présentation de l'appréciation des conditions de performance, l'AMF invite les émetteurs à utiliser un nouveau tableau-type, qui s'inspire des meilleures pratiques observées au sein de l'échantillon :

Poids relatif de chaque indicateur de performance (quantitatif et qualitatif) (1)	Minimum	Objectif cible	Maximum (2)	Niveau de réalisation (3)	Montant en numéraire ou nombre de titres correspondant au niveau de réalisation (3)	Appréciation
Indicateur 1						
Indicateur 2						
Indicateur 3 [...]						
Taux de réalisation global des objectifs N						

(1) Pour les critères qualitatifs, certaines de ces colonnes peuvent être inapplicables.

(2) Ou indiquer la variation possible de la pondération du critère.

(3) À remplir lorsque la condition de performance a été constatée.

145 L'article R. 225-29-1, II du code de commerce prévoit également une information complète sur les critères de performance dans la politique de rémunération qui précise, pour chaque mandataire social, les éléments suivants :

- « Lorsque la société attribue des éléments de rémunérations variables, les critères clairs, détaillés et variés, de nature financière et non financière, y compris, le cas échéant, relatifs à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, qui conditionnent leur attribution et la manière dont ces critères contribuent aux objectifs de la politique de rémunération. »
- « Lorsque la société attribue des engagements et droits conditionnels, les critères clairs, détaillés et variés, de nature financière et, le cas échéant, non financière, y compris relatifs à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, qui conditionnent leur attribution et la manière dont ces critères contribuent aux objectifs de la politique de rémunération [...]. »

146 Soit le dernier exercice écoulé.

Ce tableau a vocation à s'appliquer aux rémunérations variables annuelles ainsi qu'aux nombreuses rémunérations soumises au respect des conditions de performance. Il s'agit notamment des rémunérations de long terme, de la part acquise de la retraite, des indemnités de départ ainsi que de certaines rémunérations exceptionnelles. Il peut également être utilisé, en ne prenant que les quatre premières colonnes pour présenter la politique de rémunération.

2.2 Des comités des rémunérations au sein desquels les salariés ne sont pas toujours représentés

En sus du conseil, un comité a, en application de l'article 18.2 du code AFEP-MEDEF¹⁴⁷, « la charge d'étudier et de proposer au conseil l'ensemble des éléments de rémunération et avantages des dirigeants mandataires sociaux, l'ensemble du conseil d'administration ayant la responsabilité de la décision. Il émet également une recommandation sur l'enveloppe et les modalités de répartition des rémunérations allouées aux administrateurs ». En application de l'article 18.1 du même Code, il ne doit « comporter aucun dirigeant mandataire social exécutif et être composé majoritairement d'administrateurs indépendants. Il est recommandé que le président du comité soit indépendant et qu'un administrateur salarié en soit membre ».

Une trentaine de sociétés ne comptent pas d'administrateur salarié au sein de ce comité. Parmi celles-ci, seules 17 sociétés indiquent être non-conformes et apportent des justifications.

Cette situation est temporaire dans un certain nombre de cas.

Pour expliquer cette non-conformité, certaines sociétés mettent en avant la dérogation applicable aux *holdings* dont elles bénéficiaient, jusqu'à l'entrée en vigueur de la loi « Pacte »¹⁴⁸. Elles n'étaient ainsi pas soumises à la recommandation du code visant à désigner des administrateurs représentant les salariés parmi les membres du comité de rémunérations. L'AMF estime que les sociétés concernées devraient se mettre dès à présent en conformité avec le code AFEP-MEDEF.

D'autres sociétés mettent en avant l'importance d'une période d'intégration des futurs administrateurs salariés pour que ceux-ci s'adaptent au fonctionnement de la gouvernance, en comprennent les spécificités et se familiarisent avec les nouvelles exigences incombant à la mission du conseil. Dans cette optique, une société indique que « le règlement intérieur prévoit que l'administrateur salarié peut être invité à assister aux réunions du Comité des rémunérations » et une autre que « l'administrateur représentant les salariés, s'il ne siège pas au sein du Comité en tant que membre, a été désigné par le Conseil pour y participer en vue d'en assurer le secrétariat. Les discussions relatives aux éléments de rémunération et avantages des dirigeants mandataires sociaux sont donc totalement transparents et partagés avec l'administrateur représentant les salariés ». Le HCGE, dans son guide d'application du code AFEP-MEDEF¹⁴⁹, indique que la recommandation du code AFEP-MEDEF est applicable dans l'année de l'entrée en fonction du ou des administrateurs salariés.

147 Au sein des établissements de crédit (et sociétés de financement), un tel comité, et son rôle, sont prévus par l'article L. 511-102 du code monétaire et financier : « Le comité des rémunérations prépare les décisions que le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou tout autre organe exerçant des fonctions de surveillance équivalentes arrête concernant les rémunérations, notamment celles qui ont une incidence sur le risque et la gestion des risques dans l'établissement de crédit ou la société de financement. »

148 La dérogation relative aux *holdings* a été remaniée par la loi « Pacte » et ne s'applique plus aux sociétés dont les actions sont cotées sur un marché réglementé. Plus précisément, une société « dont l'activité principale est d'acquies et de gérer des filiales et des participations » est dispensée de l'obligation de désigner des représentants des salariés au conseil si elle remplit désormais les trois conditions suivantes (L. 225-27-1, I, al.2 et L. 225-79-2, I, al. 2 du code de commerce) :

- si elle détient une ou plusieurs filiales indirectes (et non plus seulement directes) remplissant les conditions et appliquant l'obligation de représentation des salariés ;
- si elle n'est pas soumise à l'obligation de mettre en place un comité social et économique (en vertu de l'art. L. 2311-2, C. du trav.) ;
- si ses actions ne sont pas cotées sur un marché réglementé ou au moins quatre cinquième de ses actions sont détenues, directement ou indirectement par une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert.

De même, en vertu de la loi « Pacte », le nombre des administrateurs représentant les salariés est au moins égal à deux dans les sociétés dont le nombre des administrateurs est supérieur à huit, au lieu de douze selon la législation antérieure, et au moins égal à un dans les sociétés dont le nombre des administrateurs est égal ou inférieur à huit au lieu de douze (L. 225-27-1 II et L. 225-79-2, II).

149 Version de janvier 2020.

Dans d'autres sociétés, la non-conformité semble devoir perdurer. Ces sociétés déclarent que l'expérience et la connaissance de ces salariés sont des atouts pour d'autres comités du conseil comme celui dédié aux questions environnementales et sociétales, ou comme le comité d'audit, mais ne font pas référence au comité des rémunérations. Par exemple, une société indique qu'un administrateur salarié est, à sa demande, membre du comité des risques et stratégies et que le conseil a soutenu cette demande estimant que son expérience significative dans le Groupe et ses connaissances opérationnelles sont des atouts pour ce comité. De telles explications, si elles reflètent une réalité, ne sont pas suffisantes pour justifier de la non-conformité au code AFEP-MEDEF de la composition du comité des rémunérations.

Enfin, plusieurs sociétés, qui ne comptent pas d'administrateur salarié au sein du comité des rémunérations, indiquent pour se justifier qu'un administrateur salarié participe aux réunions du conseil d'administration où sont revues et débattues les rémunérations sur la base des comptes rendus très complets effectués par le comité des rémunérations. Cette explication n'est pas non plus suffisante, dans la mesure où elle remet en cause l'importance des débats au sein du comité.

En raison du nombre élevé de sociétés dont la pratique est non-conforme au code AFEP-MEDEF sur ce point, ainsi que de l'importance croissante des différentes parties prenantes au rang desquels figure les salariés, l'AMF demande au HCGE d'assurer un suivi de ce sujet.

2.3 La conformité à la politique de rémunération

Pour mémoire, les sociétés dont les actions sont cotées sur un marché réglementé doivent faire voter une politique de rémunération, conforme à l'intérêt social de la société, qui contribue à sa pérennité et s'inscrit dans sa stratégie commerciale. Cette politique de rémunération engage la société puisqu'« *aucun élément de rémunération, de quelque nature que ce soit, ne peut être déterminé, attribué ou versé par la société, ni aucun engagement correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de leurs fonctions ou postérieurement à l'exercice de celles-ci, ne peut être pris par la société s'il n'est pas conforme à la politique de rémunération approuvée ou, en son absence, aux rémunérations ou aux pratiques mentionnées au dernier alinéa du II* »¹⁵⁰.

□ L'information sur les éléments de rémunération pouvant être attribués

La politique de rémunération décrit toutes les composantes de la rémunération fixe et variable et explique le processus de décision suivi pour sa détermination, sa révision et sa mise en œuvre¹⁵¹. En ce qui concerne les 30 sociétés du CAC 40 de l'échantillon ayant un président-directeur général et/ou un directeur général en fonction en 2020 :

- la totalité des sociétés présentent le montant de la rémunération fixe 2020 et le plafond de la rémunération variable ;
- 29 sociétés indiquent qu'elles attribueront un plan de rémunération long terme (la « RVLT ») à leurs présidents-directeurs généraux ou directeurs généraux en 2020. La majorité fixe le plafond de la RVLT en pourcentage de la rémunération fixe, en pourcentage de la rémunération totale (parfois définie comme l'addition de la

¹⁵⁰ Article L. 225-37-2 I du code de commerce.

¹⁵¹ L'article R. 225-29-1, II du code de commerce prévoit que : « La politique de rémunération précise, pour chaque mandataire social, les éléments suivants: 1° Les éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature qui peuvent lui être accordés en raison du mandat concerné, ainsi que leur importance respective; 2° Lorsque la société attribue une rémunération en actions, les périodes d'acquisition et, le cas échéant, de conservation des actions applicables après l'acquisition et la manière dont la rémunération en actions contribue aux objectifs de la politique de rémunération ; [...] 4° Lorsque la société attribue des éléments de rémunérations variables, les critères clairs, détaillés et variés, de nature financière et non financière, y compris, le cas échéant, relatifs à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, qui conditionnent leur attribution et la manière dont ces critères contribuent aux objectifs de la politique de rémunération ; [...] ». L'article détaille d'autres éléments devant figurer au sein de la politique de rémunération de la société, relatifs notamment aux mandats, contrats de travail ou de prestations de services, aux engagements pris par la société, aux clauses de non-concurrence et à la publication de la politique de rémunération.

rémunération fixe et de la rémunération variable annuelle) et/ou en montant numéraire. 6 sociétés expriment le plafond en nombre de titres pouvant être attribués. Au moins 1 société mentionne un plafond en pourcentage du capital social, et applique ce maximum non à un dirigeant particulier mais à l'enveloppe de la rémunération à long terme d'un ensemble de dirigeants. 5 sociétés allient deux, voire trois, plafonds. 4 sociétés n'en mentionnent aucun.

- 21 sociétés prévoient la possibilité d'octroyer une rémunération exceptionnelle aux dirigeants mandataires sociaux. 3 sociétés ont expressément prévu de ne pas y recourir. Parmi les sociétés qui prévoient le recours à une rémunération exceptionnelle, certaines sociétés l'assortissent d'un plafond tel que 100% ou 150% de la rémunération fixe.
- les sociétés présentent les critères de performance attachés aux rémunérations 2020, y compris pour les projets d'attribution de rémunération long terme. Le niveau d'informations fourni est, cependant, plus ou moins important.

De façon générale, les sociétés du CAC 40 de l'échantillon donnent une information complète sur leur politique de rémunération 2020. L'AMF relève que l'article R. 225-29-1¹⁵² du code de commerce requiert que soit précisée l'« importance respective » de chaque rémunération, ce qui implique d'en préciser la volumétrie, pour les rémunérations en numéraire et en titres, y compris pour les rémunérations exceptionnelles. L'absence de présentation d'un élément d'information dans la politique de rémunération en raison de la confidentialité de cette information devrait donc être précisément justifiée, au regard notamment de l'intérêt social de la société.

□ Le recours à la notion de circonstances exceptionnelles pour déroger à la politique de rémunération

La politique de rémunération approuvée par les actionnaires est contraignante. En effet, « *aucun élément de rémunération, de quelque nature que ce soit, ne peut être déterminé, attribué ou versé par la société [...] s'il n'est pas conforme à la politique de rémunération approuvée [...]* » selon l'article L. 225-37-2 du code de commerce.

Le conseil ne peut y déroger que dans les conditions strictes prévues par la loi :

- la politique de rémunération présente les cas dans lesquels il peut être dérogé à l'application de cette politique de rémunération ainsi que les conditions procédurales en vertu desquelles ils peuvent être appliquées et les éléments de politique auxquels il peut être dérogé¹⁵³;
- lors de l'exercice au cours duquel la décision du conseil de déroger à la politique de rémunération intervient, celui-ci doit constater d'une part, l'existence de « circonstances exceptionnelles », et d'autre part, la réunion de trois conditions tenant à la dérogation : (i) le caractère temporaire de la dérogation à l'application de la politique de rémunération ; (ii) la conformité de cette dérogation à l'intérêt social ; et (iii) la nécessité de cette dérogation pour garantir la pérennité ou la viabilité de la société¹⁵⁴.

De nombreux émetteurs, qui avaient par ailleurs annoncé des réductions de rémunérations pour 2019 et 2020, ont ainsi fait référence dans leur politique de rémunération à ces circonstances exceptionnelles. À titre d'exemple, un émetteur précise que « *dans ces circonstances très exceptionnelles de forte récession attendue et d'ores et déjà annoncée par les experts et les principales institutions, le conseil prendra en compte, dans son appréciation des performances de chaque membre du directoire dont la part variable globale en pourcentage du fixe demeure inchangée, la manière avec laquelle aura été gérée la crise sur les aspects fondamentaux suivants :*

- *veiller à la santé et la sécurité des collaborateurs du Groupe ;*
- *assurer un fonctionnement sans faille ;*
- *protéger le revenu et le portefeuille des clients ;*
- *gérer rigoureusement les coûts ;*

¹⁵² Il convient de noter que l'article R. 225-29-1 du code de commerce concerne les sociétés anonymes et européennes à conseil d'administration mais que des dispositions similaires s'appliquent aux sociétés anonymes et européennes à conseil de surveillance et directoire (article L. 225-56-1 du code de commerce), et aux sociétés en commandite par actions (article L. 226-1-1 du code de commerce).

¹⁵³ Article R. 225-29-1 8° du code de commerce.

¹⁵⁴ Article L. 225-37-2, III, al. 2 du code de commerce.

- *prendre les mesures appropriées pour la gestion stricte des ressources et la protection des actifs du Groupe* ».

Ainsi, 29 sociétés sur les 58 de l'échantillon envisagent explicitement, au sein de leur politique de rémunération, la possibilité d'avoir recours, en 2020, à la notion de « *circonstances exceptionnelles* » afin de déroger à l'application de la politique de rémunération

Parmi ces sociétés, 16 précisent la définition qu'elles entendent donner à la notion de circonstances exceptionnelles :

- 5 sociétés en adoptent une acception large : « *circonstances imprévisibles et non reflétées dans les objectifs* », « *imprévisibilité du contexte* », « *en cas d'événement grave* », « *circonstances ou événements particuliers d'importance, sortant de l'ordinaire ou d'origine extérieure à la Société, non pris en compte ou reflétés dans les paramètres, critères ou références prévus initialement et dans la présente politique pour la rémunération* » ;
- les 11 autres donnent des exemples de circonstances exceptionnelles : modification sensible du périmètre du groupe, acquisition, création ou suppression d'une nouvelle activité significative, ou événement majeur affectant les marchés et/ou le secteur d'activité du groupe, réalisation d'une opération transformant le groupe, modification substantielle des conditions de marché ou évolution imprévue du contexte concurrentiel, exceptionnelle contribution du dirigeant au développement de la société, des effets non anticipés à la date du rapport de la crise sanitaire et systémique liée au Covid-19 ou un changement de périmètre significatif du Groupe.

L'AMF relève que, parmi les situations qualifiées d'exceptionnelles, un certain nombre, comme la modification sensible du périmètre du groupe ou la réalisation d'une opération transformante, peuvent, sauf exception, n'être que la résultante de la mise en œuvre de la stratégie du groupe. Ces situations pourraient, par conséquent, être anticipées sans que cela ne nécessite de modification de la politique de rémunération.

Dans le contexte de l'année 2020, 6 sociétés qualifient, la situation sanitaire actuelle de « *circonstance exceptionnelle* ».

De nombreux émetteurs ne précisent cependant pas les conditions procédurales en vertu desquelles ces dérogations peuvent être appliquées et les éléments de la politique auxquels il peut être dérogé, contrairement aux exigences requises par l'article R. 225-29-1 du code de commerce pour pouvoir déroger à la politique de rémunération.

L'AMF relève, en synthèse, que les critères légaux sont très exigeants et qu'une simple référence à des circonstances exceptionnelles n'est pas suffisante. Ainsi, si la crise sanitaire actuelle est indubitablement une circonstance exceptionnelle, elle ne justifie pas, à elle seule, de déroger à la politique de rémunération telle qu'approuvée par les actionnaires.

Les sociétés qui pourront déroger à l'application de la politique de rémunération en raison de circonstances exceptionnelles devront fournir l'information, prévue par l'article L. 225-37-3 10° du code de commerce, sur « *tout écart par rapport à la procédure de mise en œuvre de la politique de rémunération et toute dérogation appliquée conformément au deuxième alinéa du III de l'article L. 225-37-2, y compris l'explication de la nature des circonstances exceptionnelles et l'indication des éléments spécifiques auxquels il est dérogé* ». La justification de la dérogation devra être précise puisque les sociétés ne pourront déroger à la politique de rémunération, qu'en respectant les trois conditions cumulatives prévues par l'article L.225-37-2, III du code de commerce (rappelées *supra*). L'explication que les sociétés fournissent doivent porter non seulement sur les dérogations au regard de la situation de la société, mais également sur les raisons pour lesquelles de telles dérogations à l'application de la politique de rémunération du dirigeant concerné, telle qu'adoptée en assemblée générale, sont nécessaires.

Les sociétés qui n'auraient pas prévu des dérogations à l'application de la politique de rémunération et les « *conditions procédurales en vertu desquelles ces dérogations peuvent être appliquées* » ne pourront attribuer des rémunérations différentes de celles prévues dans leur politique de rémunération qu'après avoir obtenu un nouveau vote sur leur politique de rémunération. Un simple renvoi au processus de décision que les sociétés appliquent pour la détermination,

la révision et la mise en œuvre de la politique de rémunération¹⁵⁵ n'apparaît pas nécessairement suffisant pour justifier une dérogation à la politique de vote.

□ Un pouvoir de discrétion du conseil encadré par la politique de rémunération

Dans le contexte de la pandémie et de l'incertitude sur les objectifs stratégiques des émetteurs, une nouvelle pratique se développe : certaines sociétés indiquent, dans leur politique de rémunération, que leur conseil conserve un certain pouvoir de discrétion qu'elles définissent dans leur politique de rémunération.

Ainsi, plusieurs sociétés envisagent l'octroi de rémunérations complémentaires dans certaines circonstances spécifiques :

- Une société permet à son conseil d'administration d'octroyer une attribution plafonnée complémentaire d'actions : *« En cas d'événement particulier le justifiant, le Conseil d'Administration se réserve la possibilité de décider d'une attribution complémentaire. Cette attribution éventuelle au dirigeant mandataire social, dûment motivée par le Conseil d'Administration, se ferait dans le respect d'un plafond global annuel (toutes attributions confondues) de 5 % du nombre total d'actions attribuées gratuitement au cours de ce même exercice. »*
- Une société indique que *« le recours à un mécanisme de rémunération long terme avec versement de numéraire pourra à nouveau être envisagé dans l'avenir si les évolutions réglementaires ou toute autre circonstance rendaient contraignant ou impossible l'utilisation par l'entreprise d'un dispositif au travers d'actions de performance. De même, dans l'hypothèse où l'Assemblée générale des actionnaires du [...] n'approuverait pas la [...] résolution, le Conseil d'administration pourra décider la rémunération en numéraire du LTIP 2020 - 2022. »*

Dans d'autres sociétés, le conseil s'est vu accorder la possibilité d'ajuster ou de corriger des objectifs et critères de la rémunération variable :

- Une société laisse au conseil d'administration la possibilité de *« faire usage de façon discrétionnaire de sa faculté de jugement dans la détermination des éléments composant la rémunération variable du président-directeur général si des circonstances imprévisibles et non reflétées dans les objectifs ont un effet favorable ou défavorable significatif sur le niveau d'atteinte de l'un ou plusieurs critères de performance. Cette disposition permet au conseil d'administration d'assurer l'adéquation entre l'application de la politique de rémunération, la performance du président-directeur général et la performance réalisée du Groupe. »* ;
- Une autre prévoit un critère de performance individuelle qui représente un maximum de 15%, ce critère répondant *« au souhait du Conseil d'Administration de conserver une faculté d'appréciation sur une partie de la part variable afin de prendre en compte l'imprévisibilité du contexte. Cela peut bénéficier au dirigeant si la Société fait face à un contexte défavorable non prévu lors de la fixation des objectifs, comme lui être défavorable si le contexte se révèle finalement plus favorable que prévu. »* ;
- Une société laisse une discrétion totale au conseil d'administration pour réduire ou supprimer totalement l'application des critères extra-financiers (30% au maximum des critères de la rémunération variable annuelle) en cas d'*« événement grave pendant l'exercice »* ;
- Une quatrième laisse au conseil un *« pouvoir discrétionnaire »* en cas de survenance de *« circonstances particulières »* pour ajuster les critères de la rémunération variable à la hausse ou à la baisse ;
- Deux sociétés laissent la possibilité de retraiter la rémunération variable annuelle ou de long terme afin de corriger des effets de périmètre et/ou de change : *« Les objectifs indiqués ont été fixés à périmètre et taux de change constants. Par conséquent, le Conseil d'Administration peut procéder aux ajustements de nature à neutraliser les conséquences d'éventuels événements tels que des changements de périmètre, de méthode comptable ou d'effets de change »* ;
- Une société, outre le flou laissé sur la part quantifiable de la part qualitative, prévoit la possibilité de corriger, c'est-à-dire de *« moduler à la baisse », « le taux d'atteinte de la part variable due au titre des critères*

¹⁵⁵ Article R. 225-29-1, I, 3 et 8° du code de commerce.

quantitatifs quelle que soit la performance atteinte afin de pouvoir mieux prendre en compte le niveau d'atteinte des critères qualitatifs ; cette flexibilité ne peut jouer qu'à la baisse et ne peut agir comme un facteur compensant une moindre performance des éléments quantitatifs. » ;

- Une autre encore précise que : « *Le conseil d'administration se réserve la possibilité, le cas échéant et à côté de la part réservée aux conditions de performance « standard », de prévoir des conditions de performance additionnelles exigeantes et quantifiables dont il définirait les paramètres, ceci à l'effet de prendre en compte des priorités et enjeux moyen terme du Groupe. Dans une telle hypothèse, ces conditions de performance additionnelles et leurs paramètres feraient l'objet d'une communication et leur poids viendrait réduire le poids des conditions internes « standard » ;*- Une dernière expose : « *En cas de survenance de circonstances ou événements particuliers d'importance, sortant de l'ordinaire ou d'origine extérieure à la Société, non pris en compte ou reflétés dans les paramètres, critères ou références prévus initialement et dans la présente politique pour la rémunération variable annuelle ou l'intéressement long terme, le Conseil d'administration, sur recommandation du comité des nominations et des rémunérations, pourra décider d'adapter et ajuster ces paramètres, critères ou références, notamment à la hausse ou à la baisse, pour justement prendre en compte l'impact de ces circonstances ou événements. Dans une telle hypothèse : le Conseil d'administration veillera à ce que l'objet de ces adaptations (i) vise à rétablir raisonnablement l'équilibre ou l'objectif initialement recherché, ajusté de l'impact attendu de l'événement sur la période concernée et (ii) permette de rester en phase avec l'intérêt, la stratégie et les perspectives de la Société ; la justification et l'explication des adaptations décidées feront l'objet d'une communication. »*

Dans certaines sociétés, la faculté laissée au conseil d'administration de modifier la rémunération d'un dirigeant peut également porter sur l'évaluation de la condition de présence, dans le cas de la rémunération variable long terme.

Dans d'autres sociétés, l'exercice d'un certain pouvoir discrétionnaire est également envisagé en cas de changement de dirigeant. Une société précise, par exemple, que « *la part fixe est définie en fonction du rôle, de l'expérience et du marché de référence du Directeur Général, en ayant notamment égard aux rémunérations fixes attribuées aux dirigeants mandataires sociaux exécutifs de groupes dont la taille et l'envergure sont similaires [...] et plus généralement sur la base du benchmark précité* ».

L'AMF considère qu'un juste équilibre doit être trouvé entre la transparence de la politique de rémunération et une certaine marge de manœuvre qui peut être conservée par le conseil. Il appartient aux sociétés de circonscrire précisément, au sein de la politique de rémunération, la latitude laissée au conseil, dans le respect des dispositions légales applicables. Ce choix ne saurait, en effet, aboutir à ne pas fixer de façon cohérente et rigoureuse le cadre de la politique de rémunération, ni aboutir à ne pas respecter les dispositions de l'article R. 225-29-1 du code de commerce. Il semble également important que les sociétés concernées justifient dans leur politique de rémunération la nécessité d'une telle flexibilité.

Conclusion :

Le contexte exceptionnel de crise sanitaire de l'année 2020 pourrait conduire certains émetteurs à modifier certains éléments de rémunération ou modifier des critères de performance préétablis.

Or, les rémunérations attribuées et versées doivent rester conforme à la politique de rémunération. Il ne peut être dérogé que dans les conditions susmentionnées.

Si elle est modifiée, la politique de rémunération doit en application de la loi¹⁵⁶, rester conforme à l'intérêt social de la société, contribuer à sa pérennité et s'inscrire dans sa stratégie commerciale. Toute modification importante est soumise à un nouveau vote de l'assemblée générale et, en application, de l'article 225-37-3 10° du code de commerce : « *tout écart par rapport à la procédure de mise en œuvre de la politique de rémunération et toute dérogation appliquée conformément au deuxième alinéa du III de l'article [L. 225-37-2](#), y compris l'explication de la nature des circonstances*

¹⁵⁶ Article L. 225-37-2 I du code de commerce.

exceptionnelles et l'indication des éléments spécifiques auxquels il est dérogé » devra être présenté dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise.

Les sociétés, qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF, devront justifier du respect des dispositions du code AFEP-MEDEF comme :

- En cas de modification de la rémunération variable, avoir conservé des critères préétablis : l'article 25.3.2 du code AFEP-MEDEF prévoit que *« le conseil définit les critères permettant de déterminer la rémunération variable annuelle ainsi que les objectifs à atteindre. Ceux-ci doivent être précis et bien entendu préétablis »*. L'AMF rappelle qu'une autre disposition du code prévoit que *« tous les éléments de rémunération potentiels ou acquis des dirigeants mandataires sociaux sont rendus publics immédiatement après la réunion du conseil les ayant arrêtés »* ;
- ne modifier les conditions de performance relatives à une rémunération variable long terme qu'en cas de circonstances très particulières¹⁵⁷. Dans un contexte où les objectifs de la rémunération variable ne pouvaient, dans certains cas, pas être atteints en raison de la crise sanitaire, certaines sociétés ont pu être amenées à modifier les critères de performance de plans attribués à l'ensemble des cadres et aux dirigeants mandataires sociaux. Pour ces derniers, la société devra justifier de la conformité au code AFEP-MEDEF des modifications. En tout état de cause, si une modification consistait à supprimer tout critère de performance, elle ne serait pas conforme au code AFEP-MEDEF dans la mesure où il n'y aurait, pour le dirigeant mandataire social, plus de lien entre rémunération et performance.

2.4 La clause de restitution

L'article L. 225-37-3-3° du code de commerce exige que les sociétés cotées indiquent dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise si elles ont utilisé ou prévoient, éventuellement, d'utiliser la possibilité de demander la restitution d'une rémunération variable : *« Les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé présentent, de manière claire et compréhensible, au sein du rapport sur le gouvernement d'entreprise mentionné au dernier alinéa de l'article L. 225-37, s'il y a lieu, pour chaque mandataire social, y compris les mandataires sociaux dont le mandat a pris fin et ceux nouvellement nommés au cours de l'exercice écoulé, les informations suivantes : [...] 3° L'utilisation de la possibilité de demander la restitution d'une rémunération variable ; [...] »*

7 sociétés sur les 58 de l'échantillon déclarent, pour la politique de rémunération 2020, avoir mis en place une clause dite « de restitution » ou « de récupération », ces clauses permettant de demander la restitution de rémunérations versées aux dirigeants mandataires sociaux. Parmi ces sociétés, 6 sociétés ont également des clauses dites de malus qui permettent au conseil de réduire ou d'annuler des sommes non encore acquises par les dirigeants, dans certaines circonstances.

Le développement de ce type de pratique semble ainsi, à la lecture des documents d'enregistrement universels, relativement limité. Parmi les 7 sociétés, une clause de restitution existait déjà en 2018, pour 6 d'entre elles, dont 3 sont des établissements financiers soumis à des dispositions légales particulières. La dernière société a mis en place cette clause cette année. Bien que ne s'y rattachant pas explicitement, cette nouveauté a été introduite après que la société a été victime d'une fraude au sein du groupe en 2019.

Quelques sociétés excluent explicitement l'utilisation d'une clause de restitution au motif que le versement des éléments variables et exceptionnels attribués aux dirigeants sont soumis à l'approbation de l'Assemblée Générale des actionnaires. Cependant, la majorité des sociétés demeurent muettes sur ce sujet.

Les clauses présentées portent sur la rémunération variable annuelle ou différée mais aussi, dans 2 cas, sur des rémunérations long terme, et, dans un cas, sur « *tout bonus* ».

¹⁵⁷ Code AFEP-MEDEF, révision de janvier 2020, p. 28.

Les sociétés concernées se réservent la possibilité de les mettre en œuvre en cas de faute, de comportement non conforme à la déontologie ou dans le cas de la mise en œuvre d'une résolution bancaire en application du code monétaire et financier. Sont ainsi évoquées « *des circonstances exceptionnelles et graves* », expliquées de la façon suivante : « *il est avéré que : les données financières, comptables ou quantitatives ayant servi à mesurer la performance ont été manifestement et intentionnellement faussées ;* » ou : « *le dirigeant a commis une faute grave et délibérée.* » Sont également mentionnés des « *agissements* » ou des « *comportement jugés inconsidérés en matière de prise de risque.* », la « *responsab[il]ité ou [la contribution] à des pertes significatives au détriment du Groupe ou [...] un comportement à risque particulièrement grave* », la constatation d'« *une décision prise par les Dirigeants mandataires sociaux [ayant] des conséquences très significatives sur les résultats de l'entreprise ou sur son image* », le cas d'une « *faute lourde ou [d'une] fraude ayant un impact négatif significatif sur le Groupe, donnant lieu, en particulier, à un retraitement financier* », les cas où : « *(i) [une rémunération] a été octroyé[e] sur base d'informations inexactes concernant la réalisation de certains objectifs et atteintes ayant entraîné un retraitement des résultats financiers ; (ii) [...] le bénéficiaire n'adhère pas aux standards concernant l'adoption d'un comportement approprié ; (iii) [...] le bénéficiaire a été condamné par une décision judiciaire finale et est responsable d'une conduite/comportement ayant entraîné une dégradation de la position financière du Groupe* » ou encore « *l'hypothèse où le bénéficiaire viendrait à adopter un comportement ou se rendrait coupable d'agissements non conformes aux attentes de [la société], telles qu'elles sont notamment définies en matière de respect du Code de conduite, des règles internes et des réglementations applicables et d'évaluation et de maîtrise des risques, applicables aux collaborateurs du Groupe* ».

L'AMF considère que les clauses de restitution peuvent être un moyen efficace d'alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires. À ce titre, elles peuvent constituer une bonne pratique, sur laquelle la transparence est recommandée¹⁵⁸.

2.5 La renonciation par les dirigeants à une partie de la rémunération

La majorité des sociétés ont diffusé un ou plusieurs communiqués postérieurement à la publication de leur rapport sur le gouvernement d'entreprise pour faire état de renonciations des dirigeants à tout ou partie de leur rémunération. 62 sociétés du SBF 120 ont annoncé une réduction de la rémunération 2019 ou, plus fréquemment, d'une partie de la rémunération 2020 d'un ou plusieurs dirigeants et mandataires sociaux¹⁵⁹.

Dans l'échantillon, les sociétés ont ainsi fait un véritable effort de communication sur les rémunérations 2019 et 2020 auxquelles les dirigeants ont renoncé dans le contexte de la pandémie. L'AMF relève que certaines bonnes pratiques ont facilité l'accès des investisseurs à l'information sur ces renonciations et modifications de la politique de rémunération :

- communiquer le plus en amont possible de l'assemblée générale ;
- rendre disponible le communiqué relatif à cette renonciation de rémunération dans la rubrique du site internet de la société dédiée aux assemblées générales ;
- être précis quant aux éléments de rémunération concernés ainsi que sur leurs montants et sur les modalités de la renonciation (abandon, report, don, etc.) ;
- préciser dans le communiqué si le conseil a pris acte de la décision du dirigeant et, le cas échéant, si la politique de rémunération a été modifiée ;
- publier une mise à jour, par voie d'amendement, du document d'enregistrement contenant le rapport sur le gouvernement d'entreprise.

Au sein de l'échantillon :

¹⁵⁸ La loi et le décret ne prévoyant que de mentionner la possibilité pour la société de demander la restitution d'une rémunération variable et l'utilisation de cette possibilité.

¹⁵⁹ Source AMF.

- 3 sociétés, qui proposaient une modification de la rémunération 2019, ont également publié une mise à jour de la brochure de convocation et/ou un amendement du document d'enregistrement universel¹⁶⁰ ;
- par ailleurs, 2 sociétés ont modifié leur politique de rémunération 2020 en amont de l'assemblée générale, afin de diminuer le montant de la rémunération fixe, et de supprimer ou réduire la rémunération variable annuelle des dirigeants mandataires sociaux et mandataires sociaux. Dans cette optique, ces sociétés ont publié un amendement à leur document d'enregistrement universel.

3. CONSTATS SUR LES DIFFÉRENTES RÉMUNÉRATIONS ATTRIBUÉES AU TITRE DE ET/OU VERSÉES AU COURS DE L'EXERCICE ÉCOULÉ AUX DIRIGEANTS MANDATAIRES SOCIAUX EXÉCUTIFS

En complément de la politique de rémunération, les sociétés présentent dans leur rapport sur le gouvernement d'entreprises les rémunérations attribuées au titre ou au cours de l'exercice précédent. Trois catégories de rémunérations sont présentées dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise :

- les rémunérations versées au cours de l'exercice écoulé ou attribuées au titre du même exercice à raison du mandat¹⁶¹ ;
- les rémunérations versées ou attribuées dans le périmètre de consolidation¹⁶² ;
- les éléments susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement des fonctions ou postérieurement à l'exercice de celles-ci¹⁶³.

Le présent paragraphe présente les constats saillants relatifs aux différents types de rémunérations attribuées et/ou versées au sein des sociétés de l'échantillon par les sociétés qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF. **À titre préliminaire, l'AMF rappelle que l'ensemble des rémunérations doivent être présentées au sein du tableau de synthèse des rémunérations (tableau 2), y compris lorsqu'elles résultent d'une proposition de modification de la politique de rémunération, et que toutes les rémunérations exceptionnelles doivent y figurer (y compris les indemnités d'arrivée et/ou de départ).**

160 L'une des 3 sociétés a mis à jour son rapport sur le gouvernement d'entreprise inclus dans son document d'enregistrement universel dans un contexte au sein duquel son directeur général et son directeur général délégué avaient décidé de renoncer à la moitié de leur rémunération variable due au titre de 2019, pour contribuer à l'action de solidarité engagée par le groupe, « qui versera le montant correspondant au nouveau Fonds de Solidarité du Groupe en faveur des personnes âgées. » Une autre de ces 3 sociétés a mis à jour sa brochure de convocation à l'assemblée générale, dans un contexte dans lequel les gérants avaient souhaité renoncer à l'augmentation de leur rémunération fixe versée en 2020 et à une partie de la rémunération variable qui leur avait été attribuée en 2020 au titre de 2019. Ces derniers percevront en 2020 un montant total de rémunération identique à celui qui leur a été versé en 2019. La dernière, à l'inverse, a indiqué dans la brochure de convocation que la renonciation des gérants à une partie de la rémunération variable 2019 qui leur est versée en 2020, ne serait effective qu'une fois que celle-ci aurait été soumise au vote des actionnaires lors de l'assemblée générale ; la brochure de convocation n'a pas été modifiée.

161 L'article L. 225-37-31° du code de commerce prévoit de présenter « la rémunération totale et les avantages de toute nature, en distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels, y compris sous forme de titres de capital, de titres de créance ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance de la société ou des sociétés mentionnées aux articles L. 228-13 et L. 228-93, versés à raison du mandat au cours de l'exercice écoulé, ou attribués à raison du mandat au titre du même exercice, en indiquant les principales conditions d'exercice des droits, notamment le prix et la date d'exercice et toute modification de ces conditions. »

162 Article L. 225-37-3 5° du code de commerce : « Toute rémunération versée ou attribuée par une entreprise comprise dans le périmètre de consolidation au sens de l'article L. 233-16. »

163 Article L. 225-37-3- 4° du code de commerce : « Les engagements de toute nature pris par la société et correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement des fonctions ou postérieurement à l'exercice de celles-ci, notamment les engagements de retraite et autres avantages viagers, en mentionnant, dans des conditions et selon des modalités fixées par décret, les modalités précises de détermination de ces engagements et l'estimation du montant des sommes susceptibles d'être versées à ce titre ; [...] »

3.1 L'augmentation de la rémunération

Si la majorité des sociétés prévoient une baisse de la rémunération fixe ou globale, quelques rares sociétés continuent à prévoir une augmentation. Certaines justifient l'augmentation de la rémunération fixe ou globale à la suite d'études comparatives, notamment dans le contexte d'un rapprochement avec d'autres entreprises. L'article 25.3.1 du code AFEP-MEDEF dispose qu'« *en cas d'augmentation significative de la rémunération, les raisons de cette augmentation sont explicitées.* »

À titre d'exemple, une société explique l'augmentation de la rémunération fixe entre 2019 et 2020 par la volonté « *d'assurer un niveau de rémunération compétitif au vu des niveaux de rémunération pratiqués dans les groupes [comparables], et cohérent avec la complexification des responsabilités.* ». Il est indiqué que « *le panel de comparaison est composé de groupes [...] européens et américains.* »

Recommandation

En application de l'article 25.3.1 du code AFEP-MEDEF « *la rémunération fixe ne doit en principe être revue qu'à intervalle de temps relativement long [...]* En cas d'augmentation significative de la rémunération, les raisons de cette augmentation sont explicitées ». Lorsqu'une société justifie l'augmentation de la rémunération fixe (ou la rémunération totale) par des études comparatives, l'AMF recommande que la société apporte des explications circonstanciées, par exemple en donnant les caractéristiques du panel d sociétés comparables retenu .

3.2 La rémunération long terme

Dans l'échantillon, la rémunération variable à long terme représente en moyenne 33% de la rémunération totale 2019 des présidents-directeurs généraux et directeurs généraux. Les objectifs poursuivis lorsqu'une telle rémunération est octroyée sont, par exemple :

- associer le dirigeant mandataire social aux performances de la société sur le long terme ;
- rémunérer le dirigeant d'une mission de nature exceptionnelle ;
- et, dans un cas, accorder au dirigeant un plan de retraite conditionné à l'accomplissement d'objectifs de performance.

Abandon en 2020 des plans de rémunération à long terme en numéraire

Les sociétés de l'échantillon ont abandonné progressivement les plans de rémunération à long terme en numéraire au profit de l'attribution d'actions. Seules 2 sociétés du CAC 40 conservent en 2020 un plan long terme en numéraire dans leur politique de rémunération 2020. Cette évolution s'explique sans doute par deux facteurs :

- lorsque les sommes sont versées en numéraire, elles affectent directement les liquidités de la société ; et
- ce système aligne moins directement les intérêts des bénéficiaires avec celui des actionnaires qu'un système de participation au capital.

Dans l'échantillon, une certaine hétérogénéité est constatée dans l'information fournie sur la rémunération long terme. L'information à fournir est assez détaillée car l'acquisition de cette rémunération est progressive : après l'attribution initiale, la réalisation (ou non) de conditions de performance doit être constatée, puis les titres et/ou le numéraire sont remis à l'issue d'une période de conservation (et souvent sous condition de présence).

□ L'information sur les attributions initiales

À titre d'exemple, en 2019, 35 sociétés du CAC 40 ont procédé à l'attribution initiale d'un plan de rémunération variable long terme au bénéfice de leurs dirigeants. 31 sociétés ont procédé à l'attribution d'une rémunération long terme en actions et 4 en numéraire.

L'information relative à cette attribution initiale (nombre maximum de titres octroyés, valorisation ou montant de cette attribution, conditions de performance y afférentes) est bien présentée par l'ensemble des sociétés concernées au sein du tableau 1 de synthèse des rémunérations et des options et actions attribuées à chaque dirigeant mandataire social exécutif (pour les actions) ou du tableau 2 récapitulatif des rémunérations de chaque dirigeant mandataire social exécutif (pour le numéraire) préconisé par le code AFEP-MEDEF. **La valorisation de ces rémunérations long terme dépendant des hypothèses prises, l'AMF encourage les sociétés à rappeler les hypothèses retenues pour la valorisation de ces rémunérations et/ou à renvoyer aux états financiers pour le détail.**

□ L'information sur le versement de la rémunération long terme en numéraire

9 sociétés du CAC 40 ont procédé en 2019 au versement d'une rémunération long terme en numéraire. Parmi elles, 6 sociétés présentent cette information dans le tableau 2 comme le recommande l'AMF. Une société fait figurer cette donnée dans le tableau 1.

2 autres la font apparaître dans le tableau des éléments de rémunération soumis au vote en application de l'article L. 225-100, III du code de commerce, sans la rappeler dans un tableau de synthèse des rémunérations attribuées et versées.

Malgré l'hétérogénéité des présentations, l'AMF considère que l'information sur le versement des rémunérations long terme en numéraire est bien présentée par la majorité des sociétés, ces dernières fournissant, conformément aux recommandations de l'AMF, une information plus complète que celle prévue par le tableau recommandé par le code AFEP-MEDEF.

Piste de réflexion

L'AMF invite ainsi l'AFEP et le MEDEF à modifier le tableau 2 récapitulatif des rémunérations de chaque dirigeant mandataire social exécutif afin d'y inclure le versement des rémunérations variables pluriannuelles en numéraire.

□ L'information sur le stock de titres attribués nominativement aux mandataires sociaux

L'AMF avait émis, en 2018, la recommandation suivante : « L'AMF recommande [...] que le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le document de référence intègrent, en sus de la politique de rémunération, une vision globale de sa mise en œuvre sur plusieurs années. Pour les options, actions de performance et les rémunérations variables long terme, cela peut être fait par un renvoi aux tableaux 8, 9 ou 10 du code AFEP-MEDEF. Ces tableaux, qui décrivent l'historique des attributions, devraient rappeler les conditions de performance antérieurement fixées¹⁶⁴ ».

Dans l'échantillon, l'information sur les attributions d'actions et options à titre nominatif aux dirigeants mandataires sociaux, est à la fois très fournie, les émetteurs présentant bien les tableaux 4 à 10 des recommandations de l'AMF et du code AFEP-MEDEF, et incomplète pour les plans en cours d'acquisition et/ou ceux qui ne pas encore disponibles. **Les émetteurs sont invités à présenter un tableau synthétique présentant l'ensemble des plans en cours à titre nominatif (y compris les plans en cours d'attribution). Dans ses projets de [guidelines](#) sur la présentation des rémunérations¹⁶⁵, la Commission européenne fournit un exemple de tableau synthétique.**

¹⁶⁴ Recommandation AMF DOC-2012-02.

¹⁶⁵ https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-remuneration-report-guidelines-implementing-shareholders-rights-directive_fr

3.3 Les rémunérations exceptionnelles

5 sociétés de l'échantillon ont attribué ou versé des rémunérations exceptionnelles à leurs dirigeants mandataires sociaux en 2019, pour un montant souvent significatif. De nombreuses autres sociétés prévoient de le faire à travers leur politique de rémunération 2020 (voir § 1).

Ces rémunérations exceptionnelles sont attribuées ou versées dans deux cas de figure très différents : (i) soit le versement de cette rémunération est prévu pour l'exercice considéré dès avant l'ouverture de celui-ci, (ii) soit cette rémunération est fixée par le conseil lors de la constatation de la performance de l'année passée.

Le premier cas concerne des sociétés qui souhaitent, en plus de la rémunération variable annuelle, fixer des objectifs complémentaires à leur dirigeant dans le cadre d'une opération stratégique. Ces rémunérations sont alors souvent assorties de conditions de performance et d'un plafond.

À travers certains exemples, l'AMF observe qu'il est parfois difficile de distinguer, à la lecture des documents d'enregistrement universel, ce qui est rémunéré à travers la rémunération annuelle et ce qui est rémunéré par la rémunération exceptionnelle. À titre illustratif, une société de l'échantillon a expliqué une augmentation de la rémunération fixe de son dirigeant pour être « *cohérent avec la complexification des responsabilités exercées liées notamment aux négociations sur le projet de fusion* » d'une part et une rémunération exceptionnelle afin « *de fidéliser les collaborateurs dans un contexte de fusion d'autre part* », en précisant que : « *La mise en œuvre de ce plan de fidélisation serait soumise à une condition de présence et à des conditions de performance spécifiques à l'opération de fusion.* »

Le second cas concerne des sociétés qui constatent, *a posteriori*, que les critères de performance qu'ils ont fixés à leur(s) dirigeant(s) n'étaient pas suffisants pour rémunérer sa performance au titre de l'année écoulée.

L'AMF considère que ce second cas doit rester extrêmement rare, et qu'il doit être dûment motivé. Il peut impliquer un nouveau vote en assemblée générale sur la modification de la politique de rémunération.

Un exemple pose question. Au cas d'espèce, le conseil d'administration d'une société a constaté que le dirigeant avait atteint une partie seulement des objectifs de sa rémunération variable. Il a, concomitamment, proposé l'attribution d'une rémunération complémentaire « *afin de tenir compte de la contribution déterminante [du dirigeant]* » et à la concrétisation « *des opérations stratégiques de transformation du Groupe et de désendettement associé au plan de cession d'actifs* ». La société justifie cette décision par le fait que : « *les modalités de détermination (nature des objectifs quantitatifs et des critères financiers et non financiers liés) de la rémunération variable [du dirigeant] telle que fixée pour la variable annuelle et le LTI [...], ne mesurent pas la performance du [dirigeant] dans la conception et la réalisation de telles opérations.* » Par ailleurs, « *cette attribution serait en ligne avec la politique de rémunérations complémentaires mise en place pour les membres du Comex en vue de reconnaître une contribution déterminante à la réussite d'opérations stratégiques et/ou complexes.* » Ladite contribution est présentée en tant que « *contribution importante aux opérations réalisées en 2019* », et notamment : « *cessions d'actifs, [...] renforcement de la structure financière.* »

L'AMF relève que ces contributions auraient éventuellement pu être, au moins partiellement, anticipées par les critères et objectifs - notamment financiers - fixés pour la rémunération variable de l'exercice 2019, dont le Conseil d'administration a par ailleurs constaté l'atteinte partielle. En outre, la justification de l'octroi de la rémunération porte sur des éléments qui constituent la raison d'être du mandat du dirigeant s'inscrivant dans la stratégie à long terme du Groupe.

L'AMF rappelle qu'il est essentiel, pour que les critères, objectifs et plafonds de rémunération variable préétablis aient du sens, que les sociétés attribuent des rémunérations exceptionnelles de manière cohérente avec les conditions entourant les rémunérations variables (fait générateur non couvert par les critères préétablis, surperformance notamment).

Recommandation

L'AMF recommande aux sociétés de distinguer précisément les raisons de l'octroi de la rémunération fixe, variable et celles de la rémunération exceptionnelle.

3.4 Les indemnités de prise de fonction

L'article 25.4 du code AFEP-MEDEF prévoit qu'« *une indemnité de prise de fonctions ne peut être accordée qu'à un nouveau dirigeant mandataire social exécutif venant d'une société extérieure au groupe. Le versement de cette indemnité, qui peut revêtir différentes formes, est destiné à compenser la perte des avantages dont bénéficiait le dirigeant. Il doit être explicité et son montant doit être rendu public au moment de sa fixation, même en cas de paiement échelonné ou différé* ».

Une seule société de l'échantillon a attribué une indemnité de prise de fonction significative sous la forme d'une attribution d'unités de performance. Cette attribution compensait environ 50 % des attributions non encore définitivement acquises auxquelles ce dirigeant avait renoncé en changeant de société.

À l'origine, ces indemnités de prises de fonctions étaient prévues dans le contexte dans lequel l'acquisition des droits à pension des retraites-chapeau¹⁶⁶ était conditionnée à la présence du mandataire social dans l'entreprise. Tout départ avant la retraite, du fait par exemple d'une démission ou d'un licenciement, entraînait la perte de l'intégralité des droits acquis.

Or, l'article premier de l'ordonnance n°2019-697 du 3 juillet 2019, transposant la directive 2014/50/UE, dispose qu'« *en cas de départ de l'entreprise du bénéficiaire du contrat, les droits à retraite restent acquis à ce dernier.* » Toutefois, « *l'adhésion à un contrat [...] peut être subordonnée à une durée de présence minimale du bénéficiaire dans l'entreprise* » tandis que « *l'acquisition des droits à retraite peut aussi être soumise à une condition de durée des cotisations. Seule condition impérative précisée par l'ordonnance, la somme des deux durées prévues par un même régime ne peut excéder 3 ans* »¹⁶⁷.

La suppression du caractère aléatoire de l'acquisition des droits à pension telle que prévue historiquement par l'article L. 137-11 du code de la sécurité sociale devrait entraîner une diminution de certaines indemnités.

3.5 Éléments de rémunération susceptibles d'être dus en cas de départ

9 sociétés se déclarent non-conformes au code AFEP-MEDEF pour des rémunérations susceptibles d'être dues à l'occasion de, ou postérieurement à, des départs (indemnités de départ, de non-concurrence et de retraite). Ces non-conformités ne sont pas récentes et avaient principalement pour objectif d'assurer la retraite des dirigeants.

Une non-conformité au code AFEP-MEDEF mérite d'être signalée. L'article 25.5.1 du code AFEP-MEDEF rappelle qu'« *il n'est pas acceptable que des dirigeants dont l'entreprise est en situation d'échec ou qui sont eux-mêmes en situation d'échec la quittent avec des indemnités [...]. Les conditions de performance fixées par les conseils pour ces indemnités doivent être appréciées sur deux exercices au moins. Elles doivent être exigeantes et n'autoriser l'indemnisation d'un dirigeant qu'en cas de départ contraint, quelle que soit la forme que revêt ce départ.* » Le même article prévoit que le cumul de l'indemnité de départ et de non-concurrence, ne doit pas excéder, le cas échéant, deux ans de rémunération (fixe et variable annuelle).

¹⁶⁶ Régime de retraites supplémentaires à prestations définies, dit régime de « retraites chapeau » et régi par l'article L. 137-11 du code de la sécurité sociale.

¹⁶⁷ Voir rapport sur le gouvernement d'entreprise 2019 page 20.

Une société du SBF 120, VIRBAC, mesure la réalisation des conditions de performance sur une durée de deux semestres (au lieu des quatre préconisés par l'article 25.5.1 du Code AFEP-MEDEF) avec un plafond qui dépasse les deux ans de rémunération fixe et variable. Elle est donc doublement non-conforme au code AFEP-MEDEF. Si, conformément à sa recommandation DOC-2012-02, l'AMF, l'ancienneté du dirigeant concerné au sein du groupe (14 ans en l'espèce), et sa situation personnelle, auraient pu justifier un maintien du contrat de travail, cela ne permet pas de justifier du non-respect des dispositions relatives aux indemnités de départ.

À l'occasion du départ de dirigeants, la majorité des sociétés de l'échantillon ont décidé, en 2019, du maintien du droit au versement des actions de performance non définitivement acquises, soit celles dont la durée d'appréciation des critères de performance n'a pas expiré. Si le code AFEP-MEDEF ne précise pas dans quelles circonstances, ni dans quelles conditions, il est acceptable de conserver le bénéfice du versement de la rémunération variable pluriannuelle, se bornant à indiquer que « *cela relève de l'appréciation du conseil et est motivé* », l'AMF avait indiqué, dans son rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise de 2014, qu'il est « *compréhensible que le départ du dirigeant mandataire social en cas de départ en retraite n'entraîne pas la perte systématique de la totalité de la rémunération variable différée ou pluriannuelle. Dans ces hypothèses, un mécanisme d'acquisition prorata temporis paraît intéressant. En revanche, en cas de révocation, de non-renouvellement du mandat ou de démission (sauf si le non renouvellement ou la démission sont motivés par le départ en retraite ou l'invalidité), tout versement de la rémunération variable différée ou pluriannuelle devrait être par principe exclu sauf à justifier de circonstances exceptionnelles motivées par le conseil et rendues publiques.* »

Recommandation

S'il est compréhensible que le départ du dirigeant mandataire social en cas de départ en retraite n'entraîne pas la perte systématique de la totalité de la rémunération variable pluriannuelle, l'AMF recommande la mise en place d'un mécanisme d'acquisition *prorata temporis*. En revanche, en cas de révocation, de non-renouvellement du mandat ou de démission (sauf si le non renouvellement ou la démission sont motivés par le départ en retraite ou l'invalidité), elle recommande d'exclure tout versement de la rémunération variable pluriannuelle, sauf justification particulière.

3.6 Le maintien du contrat de travail

En application de l'article 22.1 du code AFEP-MEDEF, il est recommandé, « *lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la société ou à une société du groupe, soit par rupture conventionnelle, soit par démission* »²⁰.

Cette recommandation s'applique au président, président-directeur général, directeur général dans les sociétés à conseil d'administration, au président du directoire, au directeur général unique dans les sociétés à directoire et conseil de surveillance, aux gérants dans les sociétés en commandite par actions.

10 sociétés mentionnent avoir maintenu, en le suspendant, le contrat de travail d'un de leurs dirigeants mandataires sociaux. Il ne s'agit pas de nominations récentes. En outre, si toutes les situations sont justifiées par l'ancienneté du dirigeant, les sociétés fournissent des explications circonstanciées. La recommandation DOC-2012-02 de l'AMF est ainsi bien respectée : « *l'ancienneté du dirigeant en tant que salarié au sein de la société et sa situation personnelle peuvent justifier le maintien du contrat de travail d'un dirigeant. Cependant, l'AMF considère que la simple mention générale de l'ancienneté et de la situation personnelle n'est pas une explication suffisante au regard du principe « appliquer ou expliquer ». Il est recommandé que la société apporte des explications circonstanciées relatives à la situation personnelle du dirigeant concerné. Dans ce cas, l'AMF recommande que la société apporte des justifications adaptées à la situation propre de chaque dirigeant (durée de l'ancienneté, description des avantages attachés au contrat de travail.* »

Sur ces 10 sociétés, 2 se sont mises en conformité en 2019 et 2020 et 2 précisent que la situation est temporaire. L'AMF rappelle qu'il est toujours nécessaire, dans cette situation, de présenter les dispositions des contrats de travail des dirigeants qui peuvent avoir une incidence sur la rémunération des dirigeants, et notamment les dispositions relatives

aux indemnités de départ¹⁶⁸. Elle souligne également que les indemnités pour rupture du contrat de travail ne sont pas soumises au respect de conditions de performance.

4. LE RATIO D'ÉQUITÉ OU MULTIPLE DE RÉMUNÉRATION

Le ratio d'équité a été introduit par la transposition en 2019 dans la loi « Pacte » de la directive « Droits des actionnaires II ». Il s'agit d'une nouvelle information du rapport sur le gouvernement d'entreprise.

L'article L. 225-37-3 du code de commerce prévoit une comparaison entre la rémunération des dirigeants, présentée sur une base individuelle, et la moyenne des rémunérations des salariés : « 6° Pour le président du conseil d'administration, le directeur général et chaque directeur général délégué, les ratios entre le niveau de la rémunération de chacun de ces dirigeants et, d'une part, la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les mandataires sociaux, d'autre part, la rémunération médiane sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les mandataires sociaux » (ci-après le « ratio d'équité »).

La présentation du ratio d'équité est accompagnée de l'évolution sur cinq exercices de divers indicateurs, selon l'article L. 225-37-3 7° du code de commerce : « L'évolution annuelle de la rémunération, des performances de la société, de la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société, autres que les dirigeants, et des ratios mentionnés au 6°, au cours des cinq exercices les plus récents au moins, présentés ensemble et d'une manière qui permette la comparaison. »

L'objectif de la présentation de cette information dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise des sociétés est la mise en perspective de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux et de celle des salariés, dans une optique de transparence accrue des politiques de rémunération. A cet égard, il convient de rappeler que l'article R. 225-29-2, 3° du code de commerce prévoit en outre que les sociétés présentent, dans le processus de décision suivi pour la détermination et la révision de la politique de rémunération des mandataires sociaux, « la manière dont les conditions de rémunération et d'emploi des salariés de la société sont prises en compte. »¹⁶⁹.

Si la quasi-totalité des sociétés ont bien publié au moins un ratio cette année, 2 sociétés n'en ont présenté aucun (une société dont l'exercice était décalé et une qui n'a pas de salarié au niveau de la société cotée).

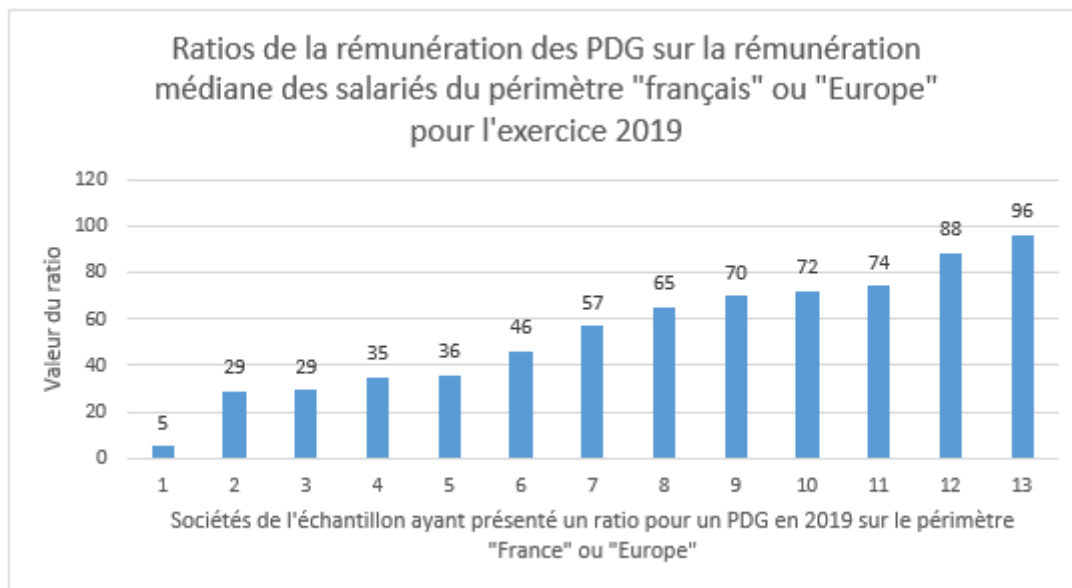
□ Disparité des ratios

Les ratios des sociétés de l'échantillon montrent une grande diversité de résultats.

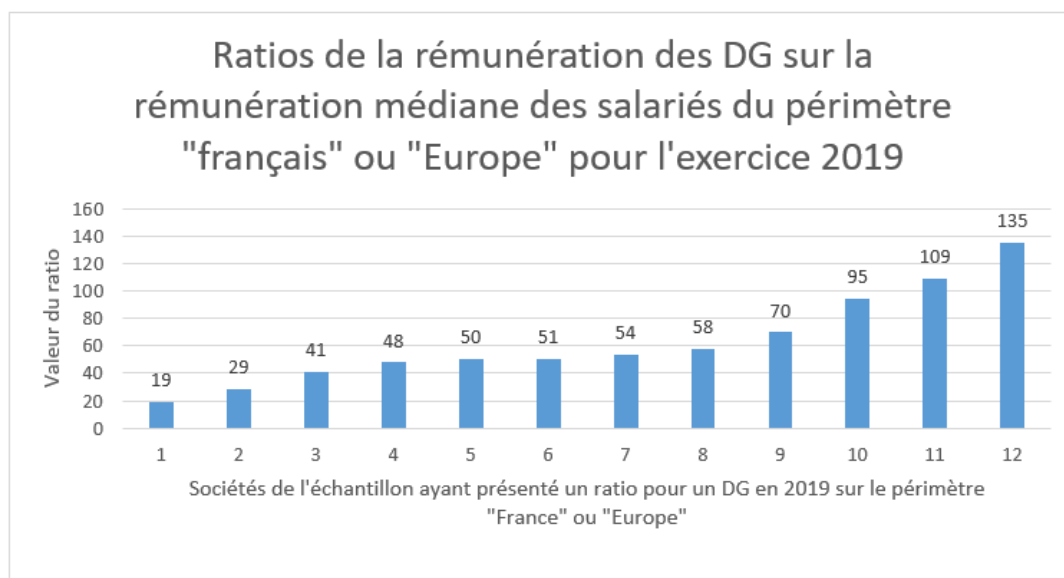
À titre d'exemple, pour les 13 sociétés de l'échantillon ayant présenté un ratio comparant la rémunération du dirigeant à celle des salariés au périmètre « France » ou « Europe », la dispersion des ratios obtenus pour le PDG est la suivante :

¹⁶⁸ Y compris les indemnités uniquement liées à la rupture du contrat de travail sans lien avec le mandat social (position-recommandation AMF DOC-2009-16).

¹⁶⁹ Article R. 225-29-1, I, 3° du code de commerce.



Pour les 12 sociétés ayant présenté un ratio comparant la rémunération du dirigeant à celle des salariés au périmètre « France » ou « Europe », la dispersion des ratios obtenus pour le DG est la suivante :



Cette disparité se constate dans d'autres pays. Un rapport de la société AON, spécialisée dans la gestion des risques¹⁷⁰, sur les pratiques des ratios d'équité dans les sociétés britanniques montre que le ratio de la rémunération médiane des dirigeants d'entreprise varie de 6 à 813 avec une médiane à 77 pour le FTSE 100, à 30 pour le FTSE 250, et à 27 pour le FTSE SmallCap.

¹⁷⁰ "The highest CEO pay ratios are among the largest companies where CEO remuneration is often higher than at smaller organisations along with headcount. The median ratio ranges from 6 to 813 with a median of 77 for the FTSE 100, 30 for the FTSE 250 and 27 for the FTSE SmallCap", in Sian Halcrow-Wilson, Marina Gostanian, AON, How U.K. Companies are Calculating the CEO Pay Ratio in First Year of Disclosure, Septembre 2019.

La disparité des ratios s'explique non seulement par des différences de rémunération mais également par des différences méthodologiques, notamment la prise en compte ou non de la rémunération long terme. À titre d'exemple, une société indique que les ratios du DG pour 2019 ont respectivement une valeur de 32 et de 38,3 avant prise en compte de la rémunération long terme, et de respectivement 268 et 320,9 après prise en compte de cette rémunération.

□ Périimètre des salariés pris en comparaison

La loi fait référence à une comparaison de la rémunération des dirigeants avec la rémunération des salariés de la société. Le code AFEP-MEDEF recommande, en complément, dans son nouvel article 26.2 modifié en janvier 2020, que les sociétés fournissent l'information sur un périmètre plus significatif lorsqu'elles n'ont pas ou peu de salariés par rapport à l'effectif global en France : « *les sociétés qui n'ont pas ou peu de salariés par rapport à l'effectif global en France, prennent en compte un périmètre plus représentatif par rapport à la masse salariale ou les effectifs en France des sociétés dont elles ont le contrôle exclusif au sens de l'article L. 233-16, II du code de commerce.* » A noter que, selon ce code, « *80 % des effectifs en France peut être considéré comme un périmètre significatif.* »

Au sein de l'échantillon :

- 26 sociétés présentent un ratio d'équité en prenant explicitement en compte les salariés de la société cotée dont 16 exclusivement et 10 sociétés qui présentent en outre un ratio calculé sur un périmètre plus étendu ;
- 30 sociétés présentent un ratio d'équité uniquement sur un périmètre qui semble plus étendu.

Peu d'explications sont données par les 30 sociétés qui ne présentent pas explicitement de ratio au niveau de la société cotée. Les sociétés qui justifient le non-respect de la loi indiquent qu'elles n'ont pas ou peu d'effectifs au niveau de la société cotée. Sur ces 30 sociétés, 17 ont pourtant plus de 5 salariés, 13 plus de 10, 10 plus de 100, 8 plus de 400, 4 plus de 1 000 et 1 plus de 10 000.

L'AMF rappelle que la publication au niveau de la société cotée des ratios entre la rémunération de chacun des dirigeants concernés et la rémunération moyenne et médiane des salariés (sur une base équivalent temps plein), est obligatoire.

Si l'on considère les 40 sociétés de l'échantillon ayant présenté un ratio sur un périmètre plus large que celui de la société cotée, exclusivement ou non :

- 38 sociétés appliquent la nouvelle recommandation du code AFEP-MEDEF et ont choisi un « *périmètre plus représentatif par rapport à la masse salariale ou les effectifs en France des sociétés dont elles ont le contrôle exclusif au sens de l'article L. 233-16, II du code de commerce.* »
- 2 sociétés retiennent un périmètre allant au-delà du périmètre français : 1 société a opté pour un périmètre européen et l'autre pour un périmètre encore plus large représentant 70% des effectifs du groupe.

Le code AFEP-MEDEF précise que « *80 % des effectifs en France peut être considéré comme un périmètre significatif* ». Parmi les 38 sociétés ayant présenté les ratios sur un périmètre français :

- 16 sociétés ont choisi un périmètre représentant 80% ou plus des effectifs en France ;
- 4 ont retenu un périmètre représentant de 40 à 80% des effectifs en France ;
- 3 sociétés ont retenu un périmètre intégrant moins de 13% des effectifs France ;
- Les pourcentages n'ont pu être calculés pour les 15 autres sociétés ;

Le périmètre choisi est souvent peu précis. Certaines sociétés indiquent qu'il s'agit d'une unité économique et sociale ou de la principale filiale.

Quelques sociétés fournissent des explications intéressantes sur le choix du périmètre :

- 3 sociétés expliquent que, dans le périmètre retenu, la typologie de salariés et/ou des activités concernés est représentative des différents métiers du groupe ;
- 1 autre indique que, sur la base des informations disponibles via l’outil de « reporting » social du groupe, les salaires médians et moyens du groupe seraient proches des salaires médians et moyens de l’échantillon retenu ;
- 1 autre précise, au contraire que, compte tenu de l’hétérogénéité salariale entre les différentes zones géographiques où le groupe est actif, le resserrement au périmètre considéré à l’Europe lui semble pertinent.

Recommandation

L’AMF rappelle que les sociétés doivent présenter les ratios prévus par l’article L. 225-37-3 6° du code de commerce au périmètre des « salariés de la société ». Elle les incite, en complément, à retenir un ratio d’équité sur la base d’un périmètre jugé représentatif par cette société. Ce périmètre devrait être précisément défini et la société devrait justifier en quoi il est représentatif.

Elle relève d’ailleurs que le projet de lignes directrices de la Commission européenne préconise la présentation de deux ratios : l’un, obligatoire, au niveau de la société cotée, et l’autre, à la discrétion de la société, au niveau du groupe : les entreprises doivent ainsi fournir des informations chiffrées sur la rémunération des salariés « *incluant tous les employés de l’entreprise (c’est-à-dire l’entreprise déclarante). En outre, lorsque les entreprises le jugent approprié ou plus significatif ou informatif, elles peuvent également fournir des informations numériques incluant les salariés de l’ensemble du groupe de sociétés, sur une base consolidée. Ces informations peuvent être pertinentes lorsque les performances de l’entreprise sont également présentées par des mesures qui tiennent compte des performances de l’ensemble du groupe.* »

☐ Rémunérations prises en considération pour le calcul du ratio

L’article L. 225-37-3 du code de commerce susmentionné évoque le niveau de la rémunération des dirigeants et des salariés sans donner beaucoup de précisions sur les éléments à prendre en considération.

Des lignes directrices de l’AFEP en date du 28 janvier 2020 ont été publiées pour préciser la méthodologie d’élaboration de ce ratio¹⁷¹. Ces lignes directrices « *ont pour objet de proposer une lecture commune des éléments de rémunération à prendre en compte tant au numérateur qu’au dénominateur* ». Elles précisent : « *Au numérateur, il convient de faire figurer les rémunérations et avantages de toute nature de chaque dirigeant mandataire social dues ou attribuées au titre de l’exercice ou versées ou attribuées au cours de l’exercice, selon l’information qui apparaît la plus pertinente pour la société.* »

Le niveau de détail donné par les sociétés sur la méthodologie utilisée est très variable (entre une et trois pages) et ne permet pas, dans la majorité des cas, de comprendre, ni a fortiori, de comparer avec des pairs, les montants indiqués.

L’AMF recommande aux sociétés une présentation plus transparente permettant de délivrer une information utile aux investisseurs et de nourrir le dialogue avec les parties prenantes.

➤ Un ratio intégrant tous les éléments de rémunération ?

26 sociétés dont 18 du CAC 40 et 8 du SBF 120 indiquent le montant de la rémunération des dirigeants prise en compte dans le calcul du numérateur du ratio. Parmi ces sociétés, il est possible, dans 10 cas, de réconcilier avec la rémunération du dirigeant, telle que présentée par ailleurs dans le rapport sur le gouvernement d’entreprise.

¹⁷¹ AFEP, Lignes Directrices sur les Multiples de Rémunération, 28 janvier 2020, <https://afep.com/wp-content/uploads/2020/01/Guidelines-sur-les-multiples-de-r%C3%A9mun%C3%A9ration-VF.pdf>

47 sociétés communiquent sur les éléments de rémunération des dirigeants mandataires sociaux pris en compte au numérateur. Parmi elles :

- 2 sociétés indiquent explicitement ne pas prendre en compte les éventuelles ou actuelles rémunérations exceptionnelles ;
- 5 sociétés indiquent explicitement les prendre en compte ;
- les indemnités d'arrivée et de départ sont explicitement exclues par 3 sociétés ; aucune société n'indique explicitement prendre en compte les éléments de retraite mais 5 disent exclure ces éléments.

Ces sociétés semblent appliquer les lignes directrices de l'AFEP qui considèrent que certains éléments de rémunération exceptionnelle n'ont pas à être intégrés dans le calcul du ratio : « *s'agissant des indemnités de prise de fonction, de départ et de non concurrence, ces dernières ne constituant pas une rémunération récurrente doivent être exclues du calcul des rémunérations, au risque de fausser la comparabilité des ratios. Il en va de même des régimes de retraite supplémentaires qui constituent un avantage postérieur au mandat. De plus, il n'apparaît pas possible de valoriser les régimes de retraite supplémentaires à prestations définies dont le versement est subordonné à l'achèvement de la carrière dans l'entreprise.* » Il s'agit, en effet, d'éléments non-récurrents ou plus difficiles à consolider pour l'ensemble des salariés.

L'AMF relève que la loi demande de préciser « *le niveau de la rémunération de chacun de ces dirigeant* », sans qu'il ne soit prévu qu'une partie seulement de cette rémunération soit prise en considération.

Ainsi, il est difficile, à la lecture du rapport sur le gouvernement d'entreprise des sociétés, de comprendre les rémunérations prises en compte par celles-ci dans le calcul du ratio d'équité. Il appartient aux sociétés de justifier pourquoi elles ne prennent pas en compte la rémunération totale, présentée, par ailleurs, dans le rapport sur les rémunérations. Il semble, enfin, peu justifié d'enlever du calcul du ratio des éléments de rémunération exceptionnelle dans la mesure où il s'agit d'éléments de rémunération significatifs et en lien avec la stratégie du groupe (voir § 4.3).

➤ *Un calcul fondé sur les rémunérations attribuées et versées au titre ou au cours de l'exercice ?*

Les lignes directrices prévoient qu'« *au numérateur, il convient de faire figurer les rémunérations et avantages de toute nature [...] dues ou attribuées au titre de l'exercice ou versées ou attribuées au cours de l'exercice, selon l'information qui apparaît la plus pertinente pour la société.* »

Il est ainsi possible soit de prendre : (i) les rémunérations dues ou attribuées au titre de l'exercice (option 1) ou (ii) les rémunérations versées ou attribuées au cours de l'exercice (option 2).

Parmi les 26 sociétés qui précisent le montant de la rémunération du dirigeant, 20 sociétés ont choisi l'option 2 et prennent en compte les éléments de rémunération versés ou attribués au cours de l'exercice considéré tandis que 6 sociétés ont retenu l'option 1 et prennent en compte les éléments de rémunération dus ou attribués au titre de l'exercice.

Il est, en effet, plus simple pour les sociétés d'effectuer le calcul sur la base de rémunérations déjà versées alors que dans l'option 1 la société doit faire des estimations sur le montant de la rémunération variable qui sera attribuée aux salariés.

Toutefois, plusieurs arguments militent en faveur de l'option 1 :

- le rapprochement entre ce montant et le montant par ailleurs annoncé pour le dirigeant dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise est plus souvent fait, et plus facile à faire, dans l'option 1 ;
- dans l'option 2, la rémunération versée comprend la valeur IFRS des stock-options, actions de performance, autres instruments de rémunération de long terme et rémunérations variables pluriannuelles attribués ou versés au cours de l'exercice N.

Les sociétés qui intègrent les rémunérations long terme, ajoutent donc aux rémunérations versées, la juste valeur des rémunérations variables pluriannuelles telle qu'elle est calculée au moment de l'attribution selon la méthode retenue pour l'établissement des comptes consolidés. Elles ne semblent pas ajouter la juste valeur au moment de l'acquisition. Ces constats rejoignent ceux faits sur la rémunération long terme au § 3.1. Or, la valorisation lors de l'attribution n'est pas nécessairement représentative de la valeur au moment du versement, en particulier si les conditions de performance ne sont pas remplies.

Seulement 5 sociétés évoquent la prise en compte des rémunérations versées au cours de l'exercice, y compris les rémunérations variables en actions, valorisées à leur « *montant réel* ». Il est cependant difficile de comprendre comment la méthodologie a été appliquée.

L'AMF observe ainsi qu'il est difficile de comprendre la méthodologie utilisée par les sociétés.

Recommandation

Afin de garantir la compréhensibilité des informations présentée, l'AMF recommande aux sociétés de préciser si la rémunération retenue pour le calcul du ratio correspond à la rémunération totale due ou attribuée au titre de l'exercice ou versée ou attribuée au cours de l'exercice. Elle leur recommande également d'indiquer le montant des rémunérations qu'elles prennent en référence.

Dans la mesure où la loi demande de prendre en compte, dans le calcul du ratio, la rémunération du dirigeant, si la rémunération prise en compte n'était pas la rémunération totale l'AMF recommande aux sociétés de préciser quels sont les éléments pris en compte et de justifier pourquoi les autres éléments de rémunération ne le sont pas en rappelant les montants.

Si une société fait le choix de ne pas prendre en compte tout ou partie de ces éléments, l'AMF recommande qu'elle justifie ce choix et explique quels éléments de rémunérations n'ont pas été pris en compte en rappelant les montants.

Enfin, les rémunérations long terme étant particulièrement importantes, les sociétés devraient présenter dans le détail la méthodologie retenue et son application concrète.

☐ **Les dirigeants pour lesquels un ratio est présenté**

Dans les sociétés à conseil d'administration, l'article L. 225-37-3 I 6° du code de commerce dispose que doivent être présentés au sein du rapport sur le gouvernement d'entreprise : « *Pour le président du conseil d'administration, le directeur général et chaque directeur général délégué, les ratios entre le niveau de la rémunération de chacun de ces dirigeants et, d'une part, la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les mandataires sociaux, d'autre part, la rémunération médiane sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les mandataires sociaux.* »

Au sein de l'échantillon :

- les sociétés présentent les ratios pour les fonctions mentionnées dans le code de commerce ou dans les lignes directrices de l'AFEP lorsqu'elles existent au 31 décembre de l'exercice considéré ou ont existé en cours d'exercice. Seules 8 sociétés ne présentent pas le ratio et son évolution pour les directeurs généraux ou directeurs généraux délégués dont le mandat a pris fin en cours d'exercice ;
- 2 sociétés excluent la présentation du ratio pour certaines fonctions en raison du « *caractère ponctuel* » de ces dernière(s).

Les sociétés à directoire et conseil de surveillance sont soumises aux dispositions de l'article L. 225-37-3 du code de commerce sur renvoi de l'article L. 225-68 du code de commerce.

Parmi les 7 sociétés anonymes à directoire et conseil de surveillance de l'échantillon, 5 présentent les ratios pour l'ensemble des dirigeants mandataires sociaux, soit les membres du directoire, le Président du directoire, le directeur général et le Président du conseil de surveillance¹⁷². Seules 2 sociétés ne présentent pas de ratio pour les membres du directoire et le Président du conseil de surveillance. Une autre société, transformée de société anonyme à directoire en société anonyme à conseil d'administration en cours d'exercice, ne présentant pas de ratio pour les membres du directoire qui étaient en fonction avant la transformation. **Par analogie avec les dirigeants mandataires sociaux visés par l'article L. 225-37-3 du code de commerce pour les sociétés anonymes à conseil d'administration, et conformément aux lignes directrices de l'AFEP, l'AMF considère que, dans les sociétés anonymes à directoire et conseil de surveillance, les ratios de rémunération doivent être présentés pour le président du directoire, chacun des membres du directoire, la présidence du conseil de surveillance, et le directeur général.**

De même, les sociétés en commandite par actions sont soumises aux nouvelles dispositions de l'article L. 225-37-3 du code de commerce sur renvoi de l'article L. 226-10-1 du code de commerce.

En pratique, dans les sociétés en commandite par actions, les ratios d'équité sont présentés pour chacun des gérants¹⁷³.

□ **Présentation par fonction**

En terme de présentation, les lignes directrices de l'AFEP proposent de présenter les ratios non pas par personne mais par fonction : *« La rédaction du 6° de l'article L. 225-37-3 suggère que l'information porte sur la personne exerçant la fonction de dirigeant mandataire social, ce qui supposerait de calculer les ratios pour les périodes antérieures dès lors qu'il s'agirait du même dirigeant. Cependant, il semble plus cohérent d'attacher l'information à la fonction elle-même. Le changement de dirigeant pourrait alors être indiqué en note de bas de page, sans perturber la présentation de l'information. En cas de dissociation des fonctions de directeur général (DG) et de président du conseil d'administration au cours des cinq années antérieures, la rémunération du DG ne serait pas présentée en continuité de celle du PDG car il s'agit d'une fonction différente. Il en va de même de celle du président du conseil d'administration qui serait présentée séparément. Par ailleurs, il convient de partir de la formule de gouvernance sur l'exercice considéré en N-1 et revenir cinq ans en arrière. Exemple, soit une société qui avait en N-3 un DG et deux directeurs généraux délégués (DGD) puis les fonctions de DGD ont été supprimées en N-1. Dans cette hypothèse la société n'a pas à calculer de ratios sur cinq ans pour les DGD, seulement pour le DG. »*

En pratique, une minorité de sociétés présente les ratios par personne : 30 sociétés présentent les ratios par fonction et 17 sociétés par personne. Pour 8 sociétés, fonctions et personnes se confondent sur les 5 exercices, empêchant de déterminer avec certitude le choix opéré par la société. Sur 3 sociétés concernées par un changement de personne à une même fonction en 2019, 2 présentent un unique ratio en n'indiquant pas le ratio par personne. Sur 20 sociétés ayant connu cette situation au cours des 4 exercices précédents 2019, 15 présentent un unique ratio pour la fonction en question.

Au titre des bonnes pratiques, il convient de mentionner la société **PUBLICIS**, qui a vu se succéder à une même fonction plusieurs personnes, et présente cette évolution de façon claire, accompagnée d'un texte explicatif :

¹⁷² Les lignes directrices de l'AFEP vont en ce sens, en recommandant aux sociétés de présenter non seulement un ratio pour les fonctions précitées, mais aussi, le cas échéant, pour le président-directeur général, le président du directoire, le président du conseil de surveillance, ainsi que pour les gérants des sociétés en commandite par actions : *« Les dirigeants mandataires sociaux concernés : Il s'agit du président du conseil d'administration, du président-directeur général, du directeur général, des directeurs généraux délégués (sociétés monistes), du président du directoire, du directeur général unique, des membres du directoire, du président du conseil de surveillance (sociétés duales), des gérants des sociétés en commandite par actions. »*

¹⁷³ De même, les sociétés en commandite par actions sont soumises aux nouvelles dispositions de l'article L. 225-37-3 du code de commerce sur renvoi de l'article L. 226-10-1 du code de commerce.

	2015	2016	2017	2018	2019
Performance de la société					
Résultat net de la Société (millions d'EUR)	992	1 015	1 037	1 082	1 188
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	+ 2,32 %	+ 2,17 %	+ 4,34 %	+ 9,80 %
Rémunération des salariés					
Rémunération moyenne des salariés (base équivalent temps plein autres que les mandataires sociaux)	80 915	81 816	80 290	79 961	82 835
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	+1,11 %	-1,86 %	-0,41 %	+3,59 %
Rémunération médiane des salariés (base équivalent temps plein autres que les mandataires sociaux)	60 896	62 358	61 602	62 222	64 335
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	+2,40 %	-1,21 %	+1,01 %	+3,40 %
Président du Conseil de surveillance⁽¹⁾					
Rémunération de Mme Elisabeth Badinter	310 000	295 000	300 000 ⁽²⁾	-	-
Rémunération de M. Maurice Lévy	-	-	- 2 845 000	2 885 000	
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	-4,84 %	+1,69 %	N/A	+1,41 %
Ratio par rapport à la rémunération moyenne des salariés	4	4	4 ⁽³⁾	36	35
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	-5,89 %	+3,63 %	N/A	-2,11 %
Ratio par rapport à la rémunération médiane des salariés	5	5	5 ⁽³⁾	46	45
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	-7,07 %	+2,94 %	N/A	-1,93 %
Président du Directoire⁽⁴⁾					
Rémunération de M. Maurice Lévy	2 833 333	3 917 500	3 541 667	-	-
Rémunération de M. Arthur Sadoun	-	-	2 276 106	2 749 511	2 400 000
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	+38,26 %	-15,31 % ⁽⁵⁾	-17,13 % ⁽⁵⁾	-12,71 %
Ratio par rapport à la rémunération moyenne des salariés	35	48	41 ⁽³⁾	34	29
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	+36,74 %	-13,70 %	-16,79 %	-15,74 %
Ratio par rapport à la rémunération médiane des salariés	47	63	54 ⁽³⁾	44	37
(Evolution par rapport à l'exercice précédent)	N/A	+35,02 %	-14,27 %	-17,95 %	-16 %

Concernant les fonctions occupées par plusieurs personnes (membres du directoire ou directeurs généraux délégués), la pratique dominante est celle d'une présentation par fonction, puis par personne. Cette pratique assure une bonne lisibilité de l'information.

Une évolution de gouvernance mérite une attention particulière. Il s'agit de la dissociation ou de l'unification des fonctions de président du conseil d'administration et directeur général au sein d'une société. Pour ce cas de figure, l'AMF considère la pratique d'**ATOS** comme claire et transparente. Les ratios de toutes les fonctions ayant existé en 2019 sont présentés sur des lignes distinctes: directeur général, président-directeur général, président du conseil d'administration, directeur général délégué.

À l'inverse, l'AMF regrette que certaines sociétés fusionnent les ratios des fonctions de président-directeur général/directeur général en dépit de l'évolution de la gouvernance, ce qui nuit à la clarté de l'information.

Recommandation

L'AMF recommande de présenter le multiple de rémunération par fonction, puis par personne, et de commenter les évolutions de la gouvernance, en mentionnant les dates de création, suppression, occupation des fonctions ainsi que les noms des personnes ayant occupé ou occupant ces fonctions.

Par cohérence avec le périmètre du rapport sur les rémunérations, les dirigeants dont « *le mandat a pris fin* » ou « *nouvellement nommés au cours de l'exercice écoulé* » devraient faire l'objet d'une information. En aucun cas, un ratio unique ne peut être présenté pour un ensemble de membres occupant une même fonction, ou pour plusieurs fonctions occupées par plusieurs personnes différentes.

☐ Constats sur la présentation des évolutions des différents indicateurs

L'article L. 225-37-3 7° du code de commerce impose aux sociétés concernées de présenter « *l'évolution annuelle de la rémunération, des performances de la société, de la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des*

salariés de la société, autres que les dirigeants, et des ratios mentionnés au 6°, au cours des cinq exercices les plus récents au moins, présentés ensemble et d'une manière qui permette la comparaison. »

➤ **Respect de l'exigence de présentation d'indicateurs en comparaison des ratios et de présentation sur cinq exercices**

La loi impose aux sociétés d'accompagner la présentation des ratios d'équité de celle de l'évolution de trois indicateurs - rémunération des dirigeants, performances de la société, rémunération moyenne des salariés - d'une manière qui permette d'en dresser des comparaisons.

Si une grande majorité des sociétés de l'échantillon ont respecté les exigences légales, l'AMF regrette que certaines sociétés n'aient pas présenté de chiffres pour les trois indicateurs requis, voire, dans un cas, pour aucun.

Concernant la présentation sur 5 exercices de l'évolution des trois indicateurs et de celle des ratios, les sociétés ont majoritairement présenté les évolutions en quatre colonnes :

- 34 sociétés ont présenté les évolutions de 2015 à 2019, soit 4 variations ;
- 8 sociétés ont présenté les évolutions de 2014 à 2019, soit 5 variations ;
- 7 sociétés ont présenté les évolutions sur un laps de temps plus court.

Sur les 7 sociétés n'ayant pas présenté l'évolution des indicateurs sur 5 exercices au minimum, 3 le justifient par la non-disponibilité des données sur certaines années, et 2 autres l'expliquent par une entrée en bourse récente.

➤ **Changement de périmètre au cours de 5 derniers exercices**

7 sociétés (dont 5 du CAC 40) font état d'un changement de périmètre (acquisitions / cessions) au cours des 5 derniers exercices, qui pourraient affecter la valeur des ratios.

Les lignes directrices de l'AFEP recommandent qu'« en cas de changement significatif de périmètre (acquisitions/cessions), l'émetteur devra préciser les modalités et le timing d'intégration de ce changement. » Or, aucune de ces sociétés n'apporte ces précisions, ce qui, *in fine*, peut remettre en question la comparabilité des ratios dans le temps. 2 sociétés parmi ce sous-échantillon, excluent explicitement l'entité acquise pour éviter un tel impact.

Les lignes directrices de l'AFEP recommandant à la société de préciser les modalités d'intégration de ce changement, ainsi que le calendrier d'intégration, il convient de se demander si les quelques éléments fournis par les sociétés ci-dessus énumérées sont suffisants pour permettre au lecteur d'adopter une vision pertinente de l'évolution des ratios.

Recommandation

Afin de permettre la compréhension de l'évolution au cours des années du multiple de rémunération, l'AMF recommande aux sociétés de présenter les évolutions de périmètre.

➤ **Critères de performance présentés par les sociétés**

Enfin, les sociétés doivent présenter les évolutions de la performance en comparaison du ratio. Sur l'ensemble de l'échantillon, 32 sociétés présentent 2 critères de performance ou plus.

Au sein des sociétés du CAC 40 de l'échantillon, l'indicateur de performance le plus utilisé est celui du résultat net, ajusté ou non (14 sociétés). Viennent ensuite le chiffre d'affaires (9 sociétés), le résultat opérationnel courant ou ROC (5 sociétés), le bénéfice net par action (4 sociétés), le résultat d'exploitation (4 sociétés) et la marge opérationnelle (4 sociétés), le résultat net avant intérêts, impôts et dotations aux amortissements des actifs immatériels ou l'EBITDA (4 sociétés), le cours de bourse (3 sociétés), le résultat avant impôts (2 sociétés), l'excédent brut opérationnel ou EBO/OMDA avant IFRS 16 (2 sociétés), le ROCE (2 sociétés), et enfin le flux net de trésorerie opérationnelle, le flux de trésorerie opérationnelle après impôts et taxes, le résultat opérationnel par action, le ROS, le ratio de solvabilité CET1

non phasé, le C/I sous-jacent, la rentabilité des capitaux propres tangibles ou ROTE sous-jacent, l'actif net tangible par action, la marge brute d'autofinancement, variation annuelle de la moyenne mobile à 3 ans de la valeur d'entreprise, le taux d'atteinte d'objectifs RSE, et la notation CDP, utilisés chacun par une société.

Au sein des sociétés de l'échantillon du SBF120, ces constats se confirment. Les indicateurs de performance les plus utilisés sont le résultat net (8 sociétés) et le résultat d'exploitation ou le résultat opérationnel (8 sociétés). Viennent ensuite le chiffre d'affaires (6 sociétés), l'EBITDA (4 sociétés), le ROC avant amortissement des actifs issus d'acquisition, la dette nette/EBITDA, les capitaux propres, les produits d'exploitation, le cash-flow net courant (CFNC), les flux opérationnels, les *net bookings* non-IFRS, l'EBIT NON-IFRS, chacun utilisé par une société. A noter cependant qu'aucune société du SBF 120 n'utilise un critère RSE, tandis que 2 sociétés du CAC40 en font le choix (taux d'atteinte des objectifs RSE et notation CDP), en complément d'un ou de plusieurs autres critères, financier(s).

Toutes les sociétés présentant l'évolution de la performance le font au niveau du Groupe. Une société présente également l'évolution des performances de la société.

Recommandation

L'AMF recommande que les sociétés présentent, pour l'évolution annuelle des performances de la société, les indicateurs de performance qu'elles utilisent habituellement dans leur communiqué de résultats.

5. LE VOTE DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

L'ordonnance n°2019-1234 du 27 novembre 2019 a créé un nouveau dispositif encadrant la rémunération des dirigeants. Ce dispositif s'articule autour d'un triple vote de l'assemblée générale ordinaire.

5.1 Les modifications de la politique de rémunération 2020

Le premier vote annuel, *ex ante*, porte sur la politique de rémunération des mandataires sociaux. En cas de désapprobation, la dernière politique de rémunération approuvée continue de s'appliquer et une politique de rémunération révisée est soumise à la prochaine Assemblée générale ordinaire de la société.

Ce premier vote porte sur la politique de rémunération ainsi que sur toute modification importante de celle-ci. En application de l'article L. 225-37-2 du code de commerce, « *la politique de rémunération fait l'objet d'un projet de résolution soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires [...] lors de chaque modification importante dans la politique de rémunération.* »

Dans la rédaction antérieure de la loi, toute modification était soumise à l'assemblée générale. Selon la nouvelle rédaction, seules les modifications importantes sont soumises au vote. La question se pose donc de savoir quelles sont les modifications importantes et celles qui ne le seraient pas.

Ont été considérés comme significatifs par les sociétés de l'échantillon :

- ✓ l'ajout d'un nouveau critère extra-financier de gestion de la crise sanitaire ;
- ✓ l'attribution d'une rémunération exceptionnelle non prévue.

Les sociétés qui ont prévu une modification de la politique de rémunération vont devoir se poser la question de savoir si un vote est nécessaire pour les ajustements qui sont effectués dans le contexte de la pandémie, notamment en cas de modification des critères de la rémunération variable. Il appartiendra aux sociétés de présenter l'impact du changement proposé pour justifier de l'importance de la modification.

L'AMF relève, que, même en cas de renonciation par les dirigeants, le conseil doit continuer à procéder à l'évaluation de ces derniers. S'agissant des renoncements individuelles des dirigeants, qui se distinguent de la décision du conseil, l'AMF recommande aux émetteurs de les rappeler au sein du rapport sur le gouvernement d'entreprise 2021

(voir § 2.5 ci-dessus) et de faire le lien avec les annonces faites antérieurement à ce sujet. Enfin, dans tous les cas, l'article R. 225-29-1 6° du code de commerce prévoit que le rapport sur le gouvernement d'entreprise présente, **« lorsque la politique de rémunération est modifiée, la description et l'explication de toutes les modifications substantielles, et la manière dont sont pris en compte les votes les plus récents des actionnaires sur la politique de rémunération et sur les informations mentionnées au I de l'article L. 225-37-3 et, le cas échéant, les avis exprimés lors de la dernière assemblée générale. »**

5.2 Les conséquences du vote négatif de l'assemblée générale sur le *say on pay ex post*

Le premier volet du *say on pay ex post*, prévu par l'article L. 225-100, II du code de commerce, porte sur le contenu du rapport sur le gouvernement d'entreprise présentant le détail des rémunérations versées ou attribuées aux mandataires sociaux durant l'exercice écoulé. En cas de désapprobation, une politique de rémunération révisée est soumise à la prochaine assemblée générale ordinaire de la société. Le versement de la rémunération des membres du conseil (d'administration ou de surveillance) est suspendu jusqu'à l'approbation d'une politique de rémunération révisée. En cas de désapprobation de la politique de rémunération révisée, les sommes suspendues ne sont pas versées et la rémunération des membres du conseil pour l'exercice en cours est suspendue.

Le second volet du *say on pay ex post*, prévu par l'article L. 225-100, III du code de commerce, prévoit que l'assemblée générale statue, par une résolution distincte pour chaque dirigeant mandataire social, sur les éléments de rémunération versés au cours ou attribués au titre de l'exercice écoulé, et que le versement des éléments de rémunération variables et exceptionnels attribués au cours de l'exercice écoulé est suspendu à l'approbation, par les actionnaires, de ladite résolution spécifique. Plus précisément, le défaut d'approbation par les actionnaires est sanctionné par le non versement des éléments de rémunération variables et exceptionnels : **« III.- Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, l'assemblée générale statue sur les éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature versés au cours de l'exercice écoulé ou attribués au titre du même exercice par des résolutions distinctes pour le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, le directeur général, les directeurs généraux délégués, ou pour le président du directoire et les autres membres du directoire ou le directeur général unique. Les éléments de rémunération variables ou exceptionnels attribués au titre de l'exercice écoulé au président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, au directeur général, aux directeurs généraux délégués, au président du directoire, aux autres membres du directoire ou au directeur général unique, ne peuvent être versés qu'après approbation par une assemblée générale des éléments de rémunération de la personne concernée dans les conditions prévues à l'alinéa précédent ».**

S'agissant de ce second volet du *say on pay ex post*, la pratique suivie par certains émetteurs amène à se demander ce que recouvrent, au sens de l'article L. 225-100, III, al. 2, du code de commerce, les éléments de rémunération variables ou exceptionnels attribués aux dirigeants mandataires sociaux au titre de l'exercice, dont le « versement » est suspendu à l'approbation de la plus prochaine assemblée générale. Les émetteurs concernés ont en effet proposé une interprétation restrictive du terme « versés » (en l'appliquant à une certaine catégorie de rémunération uniquement, i.e. les rémunérations en numéraire), alors qu'une interprétation extensive de ce terme (qui serait applicable à toutes les formes de rémunération, y compris en actions) pourrait s'imposer.

A cet égard, deux cas de rejet par les actionnaires de résolution de *say on pay ex post* peuvent être cités.

Dans le premier, l'émetteur a pris acte du rejet par les actionnaires, lors de l'assemblée tenue en 2019, du *say on pay ex post* relatif aux rémunérations de son ancien directeur général en le privant de ses éléments de rémunération exceptionnels attribués en 2018. Par ailleurs, aucune question n'a été soulevée au sujet des versements afférents aux plans – maintenus – de rémunération long terme (unités de performance et options de souscriptions d'actions soumises à conditions de performance) de ce directeur général, dont l'attribution initiale avait été décidée au cours d'exercices antérieurs à l'exercice 2018 par le conseil d'administration et qui étaient toujours en cours lors de l'AG de 2019.

Dans le second, le rejet par l'assemblée générale tenue en 2020 de la résolution relative au *say on pay ex post* sur les rémunérations de l'ancien directeur général a conduit l'émetteur à annoncer (i) l'abandon de la rémunération variable

attribuée à celui-ci en 2019, d'une part, et (ii) le maintien à son profit, d'autre part, des attributions d'actions soumises à conditions de performance (options de souscription et actions gratuites) au titre de 2019. Cet émetteur a, en effet, considéré que ces attributions d'actions n'étaient pas soumises à l'article L. 225-100, III, al. 2 du code de commerce, arguant que les seuls éléments variables dont le versement est suspendu à l'approbation de la plus prochaine assemblée générale sont ceux à « verser » en numéraire – par opposition aux éléments variables en actions. Il est à noter toutefois que le conseil d'administration et le comité des rémunérations de cet émetteur étudient les conséquences à tirer du rejet de la résolution ex post 2019, afin d'adapter la politique de rémunération du directeur général.

Toutefois, (i) les travaux parlementaires¹⁷⁴ relatifs à la loi Sapin 2 (qui a introduit ce dispositif de *say on pay ex post* contraignant) et (ii) les dispositions du code monétaire et financier relatives aux politiques et pratiques de rémunération des établissements de crédit – et les termes de la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 (dite « Directive CRD IV ») dont elles sont issues – inciteraient à considérer que le terme « versement » s'applique à toutes les formes de rémunération variable, y compris, donc, les rémunérations en actions. L'idée selon laquelle le législateur, en utilisant le verbe « verser », aurait implicitement choisi - en opposition avec son intention affirmée d'appréhender les différents éléments de rémunération - d'exclure les attributions d'« actions » n'emporte pas la conviction. Le législateur a, en effet, déjà utilisé, dans des textes de droit positif, le verbe « verser » à propos d'« actions »¹⁷⁵, de même que la Cour de cassation dans des arrêts récents¹⁷⁶.

La pratique consistant à exclure de la sanction de non versement – en cas de désapprobation par l'assemblée générale des éléments de rémunération d'un dirigeant mandataire social pour l'exercice écoulé (*say on pay ex post*) – les rémunérations en actions attribuées au titre de l'exercice écoulé pose question au regard de la lettre de l'article L. 225-100, III, al. 2 du code de commerce et en tout état de cause au regard de l'intention du législateur.

174 V. les travaux parlementaires sur la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite loi « Sapin 2 ».) V. not., Rapport n° 712 de M. François Pillet, fait au nom de la commission des lois sur le projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, Sénat, déposé le 22 juin 2016, t. 1, Rapport : « Alors que le texte initial ne comportait aucune disposition à ce sujet, l'Assemblée nationale a introduit en commission un dispositif, profondément remanié en séance, visant à soumettre au vote des actionnaires la rémunération individuelle des dirigeants des sociétés cotées (article 54 bis). Cette initiative se veut une réponse à la controverse récente à la suite du rejet par les actionnaires, sans suite, de la rémunération de M. Carlos Ghosn, président de Renault, qui démontrerait l'insuffisance de l'autorégulation des sociétés. [...] L'assemblée générale ordinaire voterait chaque année sur la rémunération des dirigeants, aucun élément de rémunération ne pouvant être versé sans un vote positif des actionnaires, sauf la rémunération fixe. » V. égal, Rapport n° 79 de M. François Pillet, fait au nom de la commission des lois sur le projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, Sénat, déposé le 26 octobre 2016, t. 1, Rapport : « Introduit en première lecture par l'Assemblée nationale, [...] l'article 54 bis du projet de loi tend à soumettre au vote de l'assemblée générale ordinaire, chaque année, l'ensemble des éléments de rémunération alloués aux dirigeants des sociétés cotées, et à interdire le versement de tout élément de rémunération qui n'aurait pas été ainsi approuvé préalablement, sauf la part fixe, qui pourrait être versée dès la nomination du dirigeant. [...] L'Assemblée nationale a donc entièrement repris la logique de son texte initial. En d'autres termes, chaque année, les mandataires concernés ne pourraient percevoir leurs parts variables et exceptionnelles de rémunération qu'après l'assemblée générale en cas de vote favorable, sinon pas du tout, de sorte qu'ils ne percevraient plus que leur rémunération fixe dans ce second cas de figure. [...] Au surplus, alors que le mouvement actuel tend à renforcer la dimension variable de la rémunération des dirigeants, afin de mieux prendre en compte la performance dans leur rémunération, ce dispositif ne manquera pas de faire augmenter la part fixe de rémunération, pour limiter l'aléa ».

175 V., par exemple, l'article 1^{er} de la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social mentionne « les attributions d'actions gratuites destinées à être versées ».

176 V., par exemple, Cass. Soc. 21 mai 2014, n°13-12.567 : « Casse et annule, mais seulement en ce qu'il a dit le licenciement fondé sur une cause réelle et sérieuse et débouté le salarié de ses demandes au titre de la rupture et en ce qu'il a débouté le salarié de sa demande de dommages-intérêts pour le versement d'actions gratuites, l'arrêt rendu le 20 décembre 2012 ». Par ailleurs, dans sa décision n° 82-152 DC du 14 janvier 1983, Loi portant diverses mesures relatives à la sécurité sociale, le Conseil constitutionnel a pu utiliser le verbe « verser » à propos d'« obligations », en évoquant les « obligations versées » à titre d'indemnisation aux actionnaires ».

6. AUTRES CONSTATS SAILLANTS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Dans cette partie sont décrits les autres constats saillants en matière de gouvernance.

6.1 Une proportion insuffisante d'administrateurs indépendants au sein des comités

Le code AFEP-MEDEF comporte un certain nombre de dispositions relatives à l'indépendance des administrateurs au sein du conseil et/ou des comités. Il prévoit notamment une proportion minimale d'administrateurs indépendants au sein du conseil et des comités :

- ✓ « La part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers. Les administrateurs représentant les actionnaires salariés ainsi que les administrateurs représentant les salariés ne sont pas comptabilisés pour établir ces pourcentages. La part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées⁵, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers. Les administrateurs représentant les actionnaires salariés ainsi que les administrateurs représentant les salariés ne sont pas comptabilisés pour établir ces pourcentages » (article 9.3) ;
- ✓ « La part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit doit être au moins de deux tiers et le comité ne doit comprendre aucun dirigeant mandataire social exécutif » (article 16.1) ;
- ✓ Le comité des nominations doit « être composé majoritairement d'administrateurs indépendants » (article 17.1) ;
- ✓ Le comité en charge des rémunérations doit « être composé majoritairement d'administrateurs indépendants » (article 18.1).

17 dérogations à ces dispositions du code AFEP-MEDEF sont mentionnées par 11 sociétés. La proportion des administrateurs indépendants n'est pas respectée dans 3 conseils, 7 comités d'audit, 4 comités des rémunérations et 3 comités des nominations. L'AMF rappelle que le respect des règles d'indépendance et des recommandations du code en la matière sont un élément structurant, même s'il n'est pas le seul pour garantir le respect par le conseil d'administration de l'intérêt social de l'entreprise.

Le constat reflète la tendance qui avait été signalée par le HCGE dans son rapport 2014 que « l'expérience prouve qu'il est plus difficile d'atteindre les proportions prévues pour les comités (deux tiers pour le comité d'audit, plus de la moitié pour les comités en charge de la sélection ou des nominations et des rémunérations), si les administrateurs indépendants ayant les compétences spécifiques requises ne sont pas très nombreux. »

5 sociétés indiquent qu'il s'agit d'une situation temporaire, notamment s'agissant du taux d'indépendants au sein du conseil.

Les autres sociétés se réfèrent aux positions du HCGE pour justifier le non-respect du code AFEP-MEDEF. Ainsi, dans 9 cas, les sociétés se réfèrent directement ou indirectement à la position du HCGE qui permet une certaine flexibilité : « Le Haut Comité considère qu'un comité d'audit comportant par exemple trois membres indépendants sur cinq, ou un comité des rémunérations en comportant deux sur quatre, restent conformes à l'esprit du Code dès lors qu'ils sont présidés par un administrateur indépendant. » Le Haut Comité « rappelle qu'il préfère que les proportions ne soient pas tout à fait atteintes plutôt que de voir interpréter trop librement les critères d'indépendance (par exemple en écartant celui des 12 ans de présence au conseil), et qu'il considère que 60 % de membres indépendants au comité d'audit ou 50 % dans les deux autres comités ne constitue pas une déviation grave. »¹⁷⁷

Dans 7 cas, les sociétés indiquent que la non-conformité au code AFEP-MEDEF reflète la situation actionnariale ou les accords signés avec les actionnaires, la structure de l'actionnariat (et la présence de l'actionnaire de référence) se reflétant dans la composition de ce conseil et/ou de ce comité. 4 sociétés précisent, en complément, qu'elles ne souhaitent pas augmenter la taille de ce conseil et/ou des comités afin de maintenir un effectif restreint favorisant l'efficacité des travaux.

L'enjeu d'adaptation de la gouvernance du groupe pour qu'elle reflète sa structure actionnariale semble compréhensible et le HCGE avait, en effet, en 2014, indiqué qu'une telle situation pouvait résulter de la signature d'un pacte d'actionnaires. Il avait ainsi indiqué que *« certaines sociétés non contrôlées au sens strict justifient le non-respect des proportions d'administrateurs indépendants par la présence d'un ou plusieurs actionnaires de référence. Cette explication ne paraît pas satisfaisante, d'autant plus que l'article 8 du Code précise qu'« il n'est pas souhaitable de multiplier au sein du conseil des représentants de telle ou telle catégorie d'intérêts. Si le nombre insuffisant d'administrateurs indépendants résulte d'un pacte d'actionnaires publié ou d'un concert, il en va différemment parce que les investisseurs sont dûment avertis de cette situation particulière et ont pris ou conservé leur participation en connaissance de cause. Dans ce cas, et d'ailleurs aussi quand il s'agit d'un actionnaire majoritaire, ces actionnaires ont une responsabilité propre à l'égard des autres, comme le rappelle également l'article 8 du Code. »*¹⁷⁸ » Cependant, comme l'avait également précisé le HCGE en 2017, *« la présence d'un actionnaire de référence ne suffit pas à expliquer la déviation (...), car elle renforce au contraire l'utilité des administrateurs indépendants dans les fonctions de contrôle que facilitent les comités (...). Les sociétés doivent néanmoins poursuivre leurs efforts, notamment à l'occasion des renouvellements de mandats, pour rétablir les proportions requises. »*¹⁷⁹.

L'AMF rappelle qu'en application de l'article 2.3 du code AFEP-MEDEF, « le conseil agissant dans l'intérêt social de l'entreprise, il convient d'éviter, en dehors des cas prévus par la loi, de multiplier en son sein la représentation d'intérêts spécifiques ».

Il est également souligné que des règles différentes sont prévues par le code AFEP-MEDEF lorsque la société est contrôlée.

En application de l'article L. 225-37-4, 8° du code de commerce, lorsqu'une société ne se réfère pas à un code de gouvernement d'entreprise, elle doit préciser les raisons pour lesquelles la société a décidé de ne pas s'y référer ainsi que, le cas échéant, les règles retenues en complément des exigences requises par la loi. La société **DASSAULT AVIATION** ne peut justifier le fait que le Code AFEP-MEDEF ne constitue pas son référentiel en matière de gouvernement d'entreprise du fait de *« la structure de son actionnariat (détenue majoritaire par la société GIMD appartenant à la famille Dassault) »*, ce d'autant plus que de nombreuses sociétés dites « contrôlées » appliquent les dispositions du Code AFEP-MEDEF. La société doit, par ailleurs, présenter *« les règles retenues en complément des exigences requises par la loi »*. L'AMF recommande que ces précisions figurent dans un paragraphe spécifique permettant d'identifier clairement leur nature, qu'il s'agisse de règles d'organisation, de fonctionnement et de composition du conseil, d'indépendance de ses membres ou, le cas échéant, d'évaluation de ses travaux¹⁸⁰.

Concernant le non-respect du taux d'indépendance, l'AMF invite les sociétés à détailler plus précisément les dérogations faites au code AFEP-MEDEF, y compris lorsque des pactes ont été signés.

En outre, l'AMF relève plusieurs constats sur la qualification d'administrateur indépendant :

- ✓ le nombre d'administrateurs indépendants dont le mandat est de plus de 12 ans mais qui sont qualifiés d'indépendants semble diminuer. Si 9 sociétés indiquent ne pas respecter des dispositions du code AFEP-MEDEF qui prévoit que la perte de la qualité d'administrateur indépendant intervient à la date anniversaire des douze ans, dans 6 cas, les sociétés mentionnent qu'il s'agit d'une situation temporaire ou sur le point d'être résolue ;

¹⁷⁸ Page 14 du rapport du HCGE d'octobre 2014. Le nouvel article 2.3 prévoit : « Le conseil agissant dans l'intérêt social de l'entreprise, il convient d'éviter, en dehors des cas prévus par la loi, de multiplier en son sein la représentation d'intérêts spécifiques. »

¹⁷⁹ Rapport d'activité du HCGE, novembre 2017.

¹⁸⁰ Position - recommandation AMF n°2009-16.

- ✓ la question se pose de savoir quel est le délai et dans quelles conditions un administrateur non-indépendant peut le devenir. À cet égard, l'AMF relève que certaines sociétés instaurent des règles d'indépendances plus strictes que celle du code AFEP-MEDEF. Ainsi, le conseil d'administration de 2 sociétés considère que les anciens salariés ou dirigeants de la société ne peuvent être considérés comme indépendants, même si la cessation de leurs fonctions remonte à plus de cinq ans. À l'inverse, l'AMF note, que, dans le cadre de son introduction en bourse, la **FRANÇAISE DES JEUX** a qualifié d'administrateur indépendant une personne qui était auparavant administrateur nommé par l'assemblée générale sur proposition de l'État. L'AMF considère que cette qualification est contestable au regard du mandat précédemment occupé par cette personne au conseil de la Française des Jeux, ce d'autant plus que l'État conservait une part conséquente du capital et des droits de vote, et donc un contrôle étroit, sur le groupe à l'issue de l'introduction en bourse.

Recommandation

L'AMF recommande aux sociétés de mettre en place un délai de carence avant de considérer qu'un administrateur qui était jusqu'alors non indépendant devient indépendant du fait de l'évolution de sa situation personnelle, notamment au regard des décisions ou positions qu'il a dû prendre ou soutenir dans le cadre de ses précédentes fonctions.

Piste de réflexion

L'AMF demande à l'AFEP et au MEDEF de s'interroger sur les délais minimums et sur d'éventuelles autres conditions, dont le respect permettrait de considérer qu'un administrateur non indépendant devient indépendant du fait de l'évolution de sa situation personnelle, et ce notamment au regard des décisions ou positions qu'il a dû prendre ou soutenir dans le cadre de ses précédentes fonctions.

6.2 Information sur la procédure d'appel d'offres lors du renouvellement des commissaires aux comptes

L'article L. 823-3-1 du code de commerce prévoit que la période maximale durant laquelle un même commissaire aux comptes peut certifier les comptes d'une société cotée est de 24 ans dès lors que la société dispose de deux commissaires aux comptes qui établissent un rapport conjoint. Dans ce contexte, un certain nombre de sociétés ont procédé ou vont prochainement procéder au renouvellement de leur(s) commissaire(s) aux comptes.

La désignation des commissaires aux comptes des sociétés cotées est faite selon les modalités prévues à l'article 16 du règlement (UE) n°537/2014. La société doit ainsi effectuer un appel d'offres. L'AMF et le H3C recommandent une prise en compte des éventuels délais que pourraient représenter les risques de non indépendance, de conflits d'intérêts ou de services antérieurs interdits (articles 5 et 22 du code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes), notamment dans le cas de groupes composés de plusieurs entités.

D'après l'article 16 du règlement précité, cet appel d'offres doit permettre aux candidats de « *comprendre l'activité de l'entité contrôlée et le type de contrôle légal des comptes à effectuer* » (paragraphe 3 alinéa b), doit être « *transparent et non discriminatoire* » (paragraphe 3 alinéa b) et doit servir de base à la sélection (paragraphe 3 alinéa e). Le paragraphe 3 alinéa f) du règlement rappelle également que chaque entité doit être « *en mesure de démontrer, sur demande, à l'autorité compétente, que la procédure de sélection a été organisée de manière équitable.* »

Le comité d'audit soumet ensuite une recommandation au conseil. Cette recommandation est justifiée, comporte au moins deux choix possibles et indique la préférence dûment motivée du comité d'audit¹⁸¹. L'ensemble de ces informations sont ensuite présentées à l'assemblée générale appeler à statuer sur le choix des commissaires aux

¹⁸¹ Article 16 paragraphe 2 du règlement (UE) n°537/2014.

comptes. Si la proposition diffère de celle du comité d'audit¹⁸², la société expose les raisons pour lesquelles il n'y a pas lieu de suivre la recommandation de ce dernier.

Peu d'informations sont fournies par les sociétés sur ce sujet. Elle incite les sociétés à présenter ces informations dans le rapport du conseil à l'assemblée générale. L'AMF rappelle également que, dans son dernier rapport sur le suivi du marché du contrôle légal des comptes,¹⁸³ le H3C précise que si le prix peut être « cité comme critère de sélection » (ce qui est déjà le cas pour certaines entités d'intérêt public) et que certains comités souhaitent « obtenir le meilleur prix », il ne faut pas pour autant faire passer ce critère avant la possibilité de « renforcer la qualité et la profondeur des travaux d'audit proposés ». De plus, l'entité peut disposer des rapports d'inspection des contrôleurs légaux ou des cabinets d'audit étudiés (article 16 paragraphe 3 alinéa e) du règlement (UE) n°537/2014) pour évaluer les offres soumises.

Ce sont ces critères de décision que les comités d'audit doivent « prioritairement » prendre en considération puisque les commissaires aux comptes participent de la sécurité financière des entreprises.

6.3 Le respect des recommandations et pistes de réflexions antérieures de l'AMF

L'AMF avait fait un certain nombre de citations nominatives dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise 2019. Elle constate que les sociétés ont pris en compte les commentaires formulés et ont fait évoluer leur pratique :

- ✓ L'AMF avait relevé qu'en situation de conflit d'intérêts, même potentiel, les administrateurs concernés doivent s'abstenir de participer au vote du conseil mais également, et c'est là la nouveauté, d'assister aux débats qui précèdent le vote, 8 sociétés de l'échantillon ont ainsi mis leur règlement intérieur en conformité avec le code AFEP-MEDEF dans sa version révisée. Elle rappelle qu'au-delà du règlement intérieur, elle reste attentive à la bonne gestion des conflits d'intérêts potentiels. Elle relève également que l'article L. 225-37-2, IV du code de commerce¹⁸⁴ dispose désormais que : « Lorsque le conseil d'administration se prononce sur un élément ou un engagement au bénéfice de son président, d'un directeur général ou d'un directeur général délégué, les personnes intéressées ne peuvent prendre part ni aux délibérations ni au vote sur l'élément ou l'engagement concerné. » La politique de rémunération présente : « le processus de décision suivi pour sa détermination, sa révision et sa mise en œuvre, y compris les mesures permettant d'éviter ou de gérer les conflits d'intérêts et, le cas échéant, le rôle du comité de rémunération ou d'autres comités concernés¹⁸⁵. »
- ✓ Une dernière société qui avait été nommée pour non-respect du nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil au cours des 3 dernières années a vu son taux d'indépendant progresser sans pour autant atteindre la majorité requise par le code AFEP-MEDEF. La société indique poursuivre son objectif d'augmenter le ratio d'indépendance de son Conseil.

¹⁸² Article 16 paragraphe 5 du règlement (UE) n°537/2014 : « La proposition adressée à l'assemblée générale des actionnaires ou aux membres de l'entité contrôlée pour la désignation de contrôleurs légaux des comptes ou de cabinets d'audit contient la recommandation et la préférence visées au paragraphe 2 qui ont été formulées par le comité d'audit ou l'organe remplissant des fonctions équivalentes.

Si la proposition diffère de la préférence du comité d'audit, elle expose les raisons pour lesquelles il n'y a pas lieu de suivre la recommandation de ce dernier. Néanmoins, le ou les contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit recommandés par l'organe d'administration ou de surveillance doivent avoir participé à la procédure de sélection décrite au paragraphe 3. Le présent alinéa ne s'applique pas lorsque les fonctions du comité d'audit sont exercées par l'organe d'administration ou de surveillance. »

¹⁸³ « Suivi du marché du contrôle légal des comptes – Rapport du Haut conseil du commissariat aux comptes », 17 août 2019.

¹⁸⁴ Ou article L. 226-8-1 du code de commerce pour les sociétés en commandite par actions.

¹⁸⁵ Article R. 225-29-1 I 2° du code de commerce.

Enfin, et pour rappel, l'AMF a émis un certain nombre de pistes de réflexions en vue de faire évoluer le code AFEP-MEDEF. Elles s'adressent à l'AFEP et au MEDEF voire au Haut Comité de gouvernement d'entreprise.¹⁸⁶

L'AMF réitère ainsi son invitation à l'AFEP et au MEDEF à :

- ✓ réfléchir aux informations qu'il serait utile de rendre publiques sur le processus de sélection des administrateurs.¹⁸⁷ Dans son rapport 2020, le HCGE a relevé que si de nombreuses sociétés ont prévu la mise en place d'une procédure de sélection des administrateurs dans les missions du comité des nominations ou font mention de son existence, il note que peu de sociétés décrivent cette procédure ou sa mise en œuvre dans leur rapport sur le gouvernement d'entreprise ou leur règlement intérieur. Afin de répondre aux souhaits légitimes des actionnaires et parties prenantes d'avoir une information plus complète sur ce point, le Haut Comité invite les sociétés à communiquer sur le contenu de cette procédure de sélection des futurs administrateurs (sans se limiter aux indépendants) en la décrivant dans leur règlement intérieur et en rendant compte chaque année de son application pratique dans leur rapport sur le gouvernement d'entreprise ;
- ✓ clarifier les notions d'indépendance des administrateurs (notamment en cas de relations d'affaires, sur la justification de l'indépendance au-delà de 12 ans, pour des administrateurs détenant plus de 10% du capital ou des droits de vote mais ne participant pas au contrôle de la société)¹⁸⁸. Sur la relation d'affaires, le HCGE a reconnu dans ses rapports d'activité de novembre 2016, novembre 2017 et à nouveau dans celui d'octobre 2018 qu'il s'agit « *d'un sujet important et sensible sur lequel subsiste une marge de progrès* ». L'AFEP et le MEDEF devraient dès lors mener une réflexion sur le degré de détail et de pertinence des informations qui devraient être données, notamment la légitimité de l'invocation de la confidentialité pour ne pas divulguer les seuils de significativité ;
- ✓ s'interroger sur l'évolution et la cohérence du mode de gouvernance des sociétés ainsi que sur la qualité de l'explication qui en est donnée, notamment dans les cas où une société revient à la structure de gouvernance qu'elle a récemment abandonnée¹⁸⁹. L'ACPR a publié, en juillet 2020, un rapport sur la mise en place des nouvelles règles de gouvernance dans le secteur de l'assurance. L'ACPR y recommande la séparation des fonctions de président de l'organe de surveillance et de celles de directeur général à tous les organismes qu'elle supervise et s'attend à ce qu'elle soit la norme dans les sociétés cotées et dans les groupes d'assurance de grande taille ;
- ✓ préciser que le président du conseil ne devrait pas percevoir de rémunération variable en espèces ou en titres, sauf justification particulièrement circonstanciée au regard de missions spécifiques, excédant celles dévolues par la loi¹⁹⁰. L'AMF estime en tout état de cause que la qualification d'administrateur indépendant implique l'absence de telle rémunération¹⁹¹ ;

186 Selon le code AFEP-MEDEF, le HCGE a pour missions :

- d'assurer le suivi de l'application du Code. Il peut être saisi par les conseils d'administration ou de surveillance sur toute disposition ou interprétation liée au Code ; il peut s'autosaisir s'il constate qu'une société n'applique pas une recommandation sans explication suffisante ; son pouvoir de persuasion vient de la transparence. En effet, les sociétés qui décideraient de ne pas suivre les avis du Haut Comité devront en faire état dans leur rapport annuel en explicitant les raisons. Les actionnaires seront donc parfaitement informés de la saisine et de la réponse donnée par la société ;
- de proposer des mises à jour du Code au regard de l'évolution des pratiques, y compris à l'international et des recommandations qu'il a pu formuler aux entreprises à l'occasion de sa mission de suivi de l'application du Code.

187 Rapport AMF sur le gouvernement d'entreprise 2019.

188 Notamment, rapport AMF sur le gouvernement d'entreprise 2012, 2013, 2015 et 2017.

189 Rapport AMF sur le gouvernement d'entreprise 2009.

190 Le code prévoit que l'attribution d'une rémunération variable, d'options d'actions ou d'actions de performance n'est pas souhaitable. Si néanmoins de telles attributions sont consenties, le conseil en justifie les raisons et le dirigeant ne pourra être considéré comme indépendant.

191 Dans son rapport 2015, l'AMF invite donc les associations professionnelles à engager une réflexion afin de faire évoluer le code AFEP-MEDEF sur ce sujet et de clarifier son interprétation. Cette modification pourrait notamment être réalisée en soumettant cette qualification d'indépendance pour le président du conseil à des critères plus stricts que le « droit commun » des autres administrateurs – en particulier l'absence de versement d'une rémunération variable – et en précisant l'incompatibilité entre l'indépendance, l'exercice de fonctions de direction étendues et la perception d'une rémunération variable.

- ✓ préciser ce qui est attendu en pratique des sociétés lors de l'évaluation des travaux du conseil, le code AFEP-MEDEF précisant que cette évaluation doit viser notamment à « *apprécier la contribution effective de chaque administrateur aux travaux du conseil*¹⁹² » ;
- ✓ engager une réflexion (i) sur l'opportunité d'appliquer aux censeurs certaines des règles auxquelles sont soumis les administrateurs ou analyser, dans quelles conditions, ils seraient assimilables à des conseils externes dont l'avis serait au cas par cas sollicité et dans quelles conditions ils pourraient alors intervenir, (ii) ainsi que sur leur rôle¹⁹³. Alors que le recours au censeur est relativement fréquent, le code AFEP-MEDEF n'en mentionne pas l'existence ;
- ✓ préciser les règles de non-cumul du contrat de travail et du mandat social. L'AMF, contrairement au code AFEP-MEDEF¹⁹⁴, considère que la règle de non-cumul du mandat social avec un contrat de travail devrait également s'appliquer aux salariés exerçant des fonctions de dirigeant mandataire social dans une filiale cotée et bénéficiant d'un contrat de travail conclu avec la société mère de cette filiale. Il apparaît en effet légitime que le dirigeant de la filiale cotée soit également soumis au code AFEP-MEDEF et que l'émetteur explique, s'il y a lieu, les raisons qui motivent sa décision de maintenir le contrat de travail avec la société mère, selon le principe « *appliquer ou expliquer* ». Dans ce cas, il semble cohérent que le titulaire du contrat de travail ne bénéficie pas d'indemnités de fin de mandat s'il demeure salarié au sein du groupe ;
- ✓ préciser la notion de départ contraint, l'article 25.5.3 du code AFEP-MEDEF n'autorisant l'indemnisation d'un dirigeant qu'en cas de départ contraint. Dans un contexte dans lequel la sortie progressive d'un dirigeant permet d'assurer une transition managériale, l'AMF invite le code AFEP-MEDEF et/ou le HCGE à clarifier la notion de départ contraint et la notion de « *changement de fonctions à l'intérieur d'un groupe* », en précisant les situations dans lesquelles le versement d'une indemnité de départ pourrait être justifié alors que le dirigeant maintient une fonction non exécutive au sein du groupe¹⁹⁵ ;
- ✓ étudier les pratiques internationales de la rémunération des dirigeants par un actionnaire lors de la cession de titres par ce dernier et réfléchir aux mesures à prendre dans de telles situations, afin que le conseil d'administration et l'ensemble des actionnaires en aient connaissance, et que les conflits d'intérêts éventuellement générés soient gérés de manière adéquate¹⁹⁶ ;

Enfin, l'AMF a saisi le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) afin d'engager une réflexion pour préciser l'étendue des obligations de discrétion auxquelles le représentant permanent d'une personne morale administrateur est tenu dans le cadre de l'exercice de ses fonctions, le cadre juridique relatif au représentant permanent relevant à la fois du droit des sociétés et du droit boursier du fait de la possible transmission d'informations privilégiées. Dans son rapport 2019, l'AMF rappelait l'obligation prévue par l'article L. 225-37, alinéa 5 du code de commerce, aux termes duquel « *les administrateurs, ainsi que toute personne appelée à assister aux réunions du conseil d'administration, sont tenus à la discrétion à l'égard des informations présentant un caractère confidentiel et données comme telles par le président du conseil d'administration* » et reprise par le Code AFEP-MADEF, aux termes duquel « *s'agissant des informations non publiques acquises dans le cadre de ses fonctions, l'administrateur est astreint à une véritable obligation de confidentialité qui dépasse la simple obligation de discrétion prévue par les textes* ». Enfin, il était rappelé que l'administrateur ne peut procéder à une divulgation illicite d'informations privilégiées au sens de la réglementation relative aux abus de marché. L'AMF invitait à une réflexion sur l'étendue des obligations de discrétion auxquelles le représentant permanent d'une personne morale administrateur est tenu dans le cadre de l'exercice de ses fonctions, et proposait de saisir le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP).

Le Haut Comité de gouvernement d'entreprise (HCGE) indique dans son rapport 2020 : « *Bien que le représentant permanent, qui joue un rôle personnel au sein du conseil d'administration soit en même temps mandataire de l'actionnaire, et puisse à ce titre vouloir transmettre certaines des informations communiquées en conseil dans le cadre*

¹⁹² Article 10.2 du code AFEP-MEDEF.

¹⁹³ Rapport AMF sur le gouvernement d'entreprise 2019.

¹⁹⁴ L'article 22.3 du code AFEP-MEDEF ne vise pas les collaborateurs d'un groupe de sociétés qui, au sein de ce dernier, exercent des fonctions de dirigeant mandataire social dans une filiale du groupe, qu'elle soit cotée ou non cotée.

¹⁹⁵ Rapport AMF sur le gouvernement d'entreprise 2019.

¹⁹⁶ Rapport AMF sur le gouvernement d'entreprise 2019.

de l'exécution de son mandat, il est apparu au Haut Comité que l'obligation de discrétion des administrateurs prévue par l'article L.225-37 du Code de commerce [...] doit s'imposer à chaque administrateur, sans distinction. Le Haut Comité considère en effet qu'il n'y a pas lieu d'appliquer différemment cette obligation au représentant permanent d'une personne morale dans la mesure où la loi a pris soin de préciser que le représentant permanent est « soumis aux mêmes conditions et obligations et encourt les mêmes responsabilités civile et pénale que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente » (article L.225-20 du Code de commerce). Il rappelle que le code Afep-Medef prévoit que, s'agissant des informations non publiques, l'administrateur est astreint à une véritable obligation de confidentialité qui dépasse la simple obligation de discrétion prévue par les textes (article 20). Pour le Haut Comité, dans le respect des règles régissant la communication et l'exploitation des informations privilégiées, il appartient à chaque conseil d'administration, s'il le juge nécessaire, de préciser les modalités pratiques de l'obligation de confidentialité attendue de ses membres, notamment dans le règlement intérieur du conseil »¹⁹⁷.

L'AMF prend acte de ce commentaire du HCGE. Elle rappelle par ailleurs son invitation faite au Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) de préciser l'étendue des obligations de discrétion auquel le représentant permanent d'une personne morale administrateur est tenu dans le cadre de l'exercice de ses fonctions, en envisageant notamment les implications pratiques (par exemple, possibilité ou non pour le représentant permanent de transmettre un compte rendu à la suite d'une réunion du conseil, possibilité ou non de partager, afin de recueillir ses instructions, certaines informations communiquées à titre préparatoire aux administrateurs en amont du conseil) au regard du droit des sociétés et de la réglementation sur les abus de marché.

197 Rapport du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, novembre 2020, p. 13.

PARTIE 3 – L’INFORMATION FOURNIE PAR LES CONSEILLERS EN VOTE

1. RAPPEL DE LA MÉTHODOLOGIE.....	82
2. L’ACTIVITÉ DES CONSEILLERS EN VOTE.....	83
3. LE RESPECT DU CODE DE BONNE CONDUITE.....	84
4. LA GESTION DES CONFLITS D’INTÉRÊTS.....	84
5. LES INFORMATIONS CONCERNANT LA PRÉPARATION DE LEURS RECHERCHES, CONSEILS ET RECOMMANDATIONS DE VOTE	86
6. LE DIALOGUE AVEC LES SOCIÉTÉS COTÉES	89

Les investisseurs institutionnels ont fréquemment recours aux services de sociétés de conseil en vote, plus connues sous la dénomination anglo-saxonne de « *proxy advisors* » (ci-après, les « *conseillers en vote* »). Ces conseillers en vote sont mandatés pour analyser les projets de résolution des sociétés cotées et formuler des recommandations de vote. Si, comme l'indique la directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 dite « *Droit des actionnaires II* », « *les conseillers en vote jouent un rôle important dans la gouvernance d'entreprise en contribuant à réduire les coûts de l'analyse des informations concernant les sociétés, ils peuvent aussi exercer une influence importante sur le comportement de vote des investisseurs. Les investisseurs possédant des portefeuilles très diversifiés et de nombreuses actions de sociétés étrangères, en particulier, s'appuient davantage sur les recommandations de conseillers en vote* »¹⁹⁸.

Compte tenu de leur importance, les conseillers en vote ont été soumis à des exigences de transparence. L'AMF est compétente pour rendre compte, au sein du présent rapport, de l'information publiée par les conseillers en vote et, plus précisément, « *de l'application des articles L. 544-3 à L. 544-6 du code monétaire et financier et peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile* »¹⁹⁹.

1. RAPPEL DE LA MÉTHODOLOGIE

Le conseiller en vote est défini par l'article L. 544-3 du code monétaire et financier et par la Directive « *Droits des actionnaires II* » comme une personne morale :

- ✓ qui, sur une base professionnelle et commerciale,
- ✓ analyse des documents sociaux ou toute autre information concernant des sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé,
- ✓ dans le but d'éclairer les décisions de vote des actionnaires de ces sociétés par la fourniture de recherches et de conseils ou par la formulation de recommandations de vote.

En application de l'article L. 544-6²⁰⁰ du code monétaire et financier, sont soumis à ces dispositions françaises :

- ✓ les conseillers en vote dont le siège social est situé en France,
- ✓ les conseillers en vote dont le siège social est situé hors d'un Etat membre, mais dont l'administration centrale est en France,
- ✓ les conseillers en vote dont le siège social et l'administration centrale sont hors d'un Etat membre, mais qui opèrent au moyen d'une succursale en France.

Ainsi, les conseillers en vote entrant dans le champ d'application de l'article L. 544-6 du code monétaire et financier, et partant, dans le champ du présent rapport de l'AMF en application de l'article L. 621-18-4 du même code, sont ISS et PROXINVEST. Le présent rapport analyse donc l'information rendue publique par ces conseillers en vote. Ce n'est pas le cas de GLASS LEWIS, dont ni le siège social, ni l'administration centrale, ni aucune succursale n'est situé en France. Le présent rapport étudie néanmoins l'information publique publiée par ce conseiller en vote, à seul titre de comparaison.

Il est précisé qu'en complément des informations qu'elles ont publiées, les trois agences en conseil de vote ont répondu à un questionnaire de l'AMF.

¹⁹⁸ Considérant 25 de la directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

¹⁹⁹ Article L.621-18-4 code monétaire et financier, figurant au sein de la sous-section 7 « *Autres compétences [de l'AMF]* ».

On rappellera que la loi « *Pacte* » a parallèlement introduit au sein du code monétaire et financier les articles L. 544-3 à L. 544-6 et L. 621-18-4, qui sont consacrés aux conseillers en vote et transposent les dispositions de la Directive SRD2.

²⁰⁰ « *Les articles L. 544-3 à L. 544-5 s'appliquent aux conseillers en vote dont le siège social est situé en France, à ceux dont le siège social n'est pas situé dans un Etat membre de l'Union européenne mais dont l'administration centrale est située en France et à ceux dont ni le siège social ni l'administration centrale ne sont situés dans un Etat membre de l'Union européenne mais qui possèdent une succursale en France, s'ils fournissent des services de conseil en vote à des actionnaires de sociétés qui ont leur siège social dans un Etat membre de l'Union européenne et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé établi ou opérant dans un Etat membre de l'Union européenne* ».

L'AMF a également ouvert une adresse électronique²⁰¹ permettant le signalement des conflits d'intérêts significatifs qui n'auraient pas été mentionnés dans les recommandations de votes et/ou d'erreurs factuelles manifestes que les conseillers en vote n'auraient pas corrigées.

2. L'ACTIVITÉ DES CONSEILLERS EN VOTE

L'activité principale des conseillers en vote consiste à analyser les résolutions présentées aux assemblées générales de sociétés cotées afin d'émettre à l'attention de leurs clients, investisseurs institutionnels, des recommandations de vote, positives ou négatives, sur ces résolutions. Ces conseils ne dégagent pas leurs clients de leur responsabilité.

Les activités et modèles d'entreprise des conseillers en vote sont extrêmement variés. Néanmoins, il peut être considéré que ceux-ci fournissent principalement deux catégories de services :

- ✓ l'analyse, la recherche et les recommandations de votes aux actionnaires : les conseillers en vote analysent les résolutions présentées aux assemblées générales de sociétés cotées afin d'émettre à l'attention de leurs clients des recommandations de vote, positives ou négatives, sur ces résolutions. Ces services sont conçus pour aider les investisseurs institutionnels à prendre des décisions de vote en connaissance de cause. Les conseillers en vote peuvent dans le cadre de ces services soit appliquer la politique de vote de cet investisseur, soit proposer des recommandations de vote en appliquant l'une de leurs politiques de vote personnalisées ;
- ✓ les services d'engagement et de gouvernance : en plus des services d'analyse, de recherche et de recommandation de votes, les conseillers en vote peuvent également fournir d'autres services, tels que des services d'exécution des votes et/ou d'engagement actionnarial.

Nombres d'AG suivies en 2019 et 2020 :

Nombre d'AG de sociétés cotées françaises suivies	ISS	Proxinvest	Glass Lewis
En 2020	561 ²⁰²	295 ²⁰³	NC
En 2019	406 ²⁰⁴	321 ²⁰⁵	NC

En sus de ces deux catégories de services, PROXINVEST et ISS proposent des services complémentaires d'analyse gouvernance tels que l'analyse de données sur les questions ESG²⁰⁶ et la fourniture de services de recherche et de notation en matière d'ESG.

PROXINVEST se distingue des deux autres conseillers en vote en assurant, à la demande, des services supplémentaires tels que le conseil de fonds spécialisés dans le dialogue et l'activisme actionnarial, tels que la SICAV *Proxy Active Investors* gérée par Phitrust. Via les experts locaux du réseau ECGS, PROXINVEST peut coordonner la réalisation et la déclinaison d'une campagne d'engagement auprès d'émetteurs européens aux cultures et langues variées. Il publie également un rapport sur la rémunération des dirigeants et administrateurs et ponctuellement des rapports sur des sujets divers.

ISS se distingue en fournissant des services aux émetteurs.

On relèvera, par ailleurs, que ISS et PROXINVEST sont membres du « Forum pour l'Investissement Responsable » (FIR). L'objectif de ce Forum est de promouvoir l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et de faire en sorte que davantage d'investissements intègrent les problématiques de cohésion sociale et de développement durable. Le FIR a

²⁰¹ L'adresse est la suivante : conseillersenvote@amf-france.org.

²⁰² À fin juillet. Il est précisé que ces 561 assemblées générales concernent 481 sociétés cotées françaises différentes.

²⁰³ À fin août. Il est précisé que ces 295 assemblées générales concernent 288 sociétés cotées françaises différentes.

²⁰⁴ À fin juillet. Il est précisé que ces 406 assemblées générales concernent 378 sociétés cotées françaises différentes.

²⁰⁵ À fin août. Il est précisé que ces 321 assemblées générales concernent 301 sociétés cotées françaises différentes.

²⁰⁶ Environnementales, Sociales et de Gouvernance.

récemment publié une étude sur la responsabilité fiscale du CAC 40 et a élaboré des propositions pour faciliter le dépôt de résolutions sur les questions environnementales et sociales. Il a également posé de nombreuses questions aux assemblées générales du CAC 40 en 2020.

3. LE RESPECT DU CODE DE BONNE CONDUITE

Au-delà de la gestion des conflits d'intérêts, l'organisation *Best Practice Principles Group* (ci-après, le « BPPG »), créée en 2013 sous l'impulsion de l'ESMA et regroupant les acteurs de cette industrie, a élaboré en 2014 un code de bonne conduite. Ce code a été révisé en juillet 2019 et prend en compte les évolutions introduites par la Directive Droits des actionnaires II, les commentaires émis par l'ESMA lors de sa revue en date de 2015 sur la gouvernance du code, ainsi que les apports issus d'une consultation publique menée en 2017.

Le code s'articule autour de trois principes généraux portant sur :

- ✓ la qualité du service : les signataires du code fournissent des services conformes aux spécifications convenues avec le client. Ils doivent établir et rendre publique une méthodologie de recherche et, le cas échéant, une politique de vote « maison » ;
- ✓ la prévention et la gestion des conflits d'intérêts : les signataires du code devraient établir et rendre publique une politique de prévention et de gestion des conflits d'intérêts pouvant survenir dans le cadre de la fourniture de la prestation de service, qui sera mise en œuvre par une procédure interne ;
- ✓ les politiques de communication : les signataires doivent établir et rendre publique une politique de communication avec les émetteurs, les actionnaires significatifs, les autres parties prenantes, les médias et le public.

Les trois conseillers en vote ont adhéré au code de bonne conduite du « *Best Practice Principle Group* ». Ils ont mis à jour leur déclaration de conformité au code respectivement en juin, octobre 2019 et mai 2020²⁰⁷ et la situation n'a pas évolué depuis cette déclaration. Ces déclarations sont disponibles sur les sites internet des conseillers en vote.

Le BPPG a mis en place, en 2020, un organe de surveillance chargé de surveiller et de superviser la mise en œuvre des principes posés par le code.

Ce dispositif de *soft law* complète la loi, notamment sur la question de la gestion des conflits d'intérêts.

4. LA GESTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

☐ Rappel des règles applicables

Depuis l'entrée en application de la nouvelle directive « *Droit des actionnaires* » (« Directive Droits des actionnaires II » ou « SRD 2 »), les conseillers en vote doivent communiquer non seulement des informations relatives aux conflits d'intérêts réels, mais également des informations relatives aux conflits d'intérêts potentiels et aux relations commerciales susceptibles d'influencer l'élaboration de leurs recherches, conseils et recommandations de vote. Ainsi, en application de l'article L. 544-4 troisième alinéa du code monétaire et financier : « *Les conseillers en vote veillent à prévenir et gérer tout conflit d'intérêts et toute relation commerciale pouvant influencer la préparation de leurs recherches, conseils ou recommandations de vote. Ils font connaître sans délai à leurs clients ces conflits et relations. Ils rendent publiques et font connaître à leurs clients les mesures prises en matière de prévention et de gestion de ces conflits et relations.* »

207 (i) ISS a mis en ligne les déclarations de conformité suivante : [ISS Compliance Statement to Shareholder Rights Directive \(June 2019\)](#) et [ISS Compliance Statement for Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis \(April 2017\)](#) ;
(ii) PROXINVEST a mis en ligne la déclaration suivante : http://www.proxinvest.fr/?page_id=2821 ; et
(iii) GLASS LEWIS la suivante : <https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/08/Glass-Lewis-BPP-Statement.pdf>

L'AMF, dans sa recommandation n°2011-06, recommande que « *le conseiller en vote définisse et publie sur son site Internet les mesures raisonnables et appropriées visant à prévenir d'éventuels conflits d'intérêt susceptibles d'affecter l'agence, ses dirigeants ou les membres de ses équipes en charge de l'analyse des résolutions et, s'ils sont avérés, à les gérer, en particulier en cas de pluralité d'activités (conseils aux émetteurs, mise à disposition d'une plate-forme de vote, sollicitation de mandats...)*. L'AMF invite le conseiller en vote à faire figurer ces mesures dans une charte éthique ou un code de conduite, leur mise en œuvre et leur contrôle pouvant être assurés par une personne désignée à cet effet. Plus spécifiquement, l'AMF recommande que le conseiller en vote mentionne expressément dans tout rapport d'analyse ses éventuels liens d'intérêts avec :

- ✓ *la société dont elle analyse les projets de résolution ;*
- ✓ *un ou des actionnaire(s) qui ont soumis des points à l'ordre du jour ou des projets de résolution à l'occasion de l'assemblée générale pour laquelle elle va émettre ce rapport d'analyse ;*
- ✓ *les personnes qui contrôlent directement ou indirectement la société ou les actionnaires désignés aux alinéas précédents. Le cas échéant, le conseiller en vote indique dans son rapport la manière dont l'existence de ces liens a été gérée en application des mesures définies dans la charte ou le code de conduite ».*

L'AMF relève que le code du BPPG, auquel se réfèrent les conseillers en vote, va plus loin. Il demande à ces derniers de rendre publique une politique en matière de prévention et de gestion des conflits d'intérêts. Il leur demande également de disposer d'un processus permettant d'identifier et de divulguer sans délai à leurs clients, au cas par cas, d'une part, les conflits d'intérêts réels ou potentiels ou les relations d'affaires susceptibles d'influencer la préparation de leurs recherches, conseils et recommandations de vote et d'autre part, les actions qu'ils ont entreprises pour éliminer, atténuer et gérer ces conflits d'intérêts²⁰⁸.

□ Les mesures mises en place

ISS comme GLASS LEWIS ont publié sur leur site internet leur code de conduite en matière de gestion des conflits d'intérêts. PROXINVEST fournit des informations plus générales.

Les conflits d'intérêts (potentiels ou avérés) peuvent naître dans le cadre de la production des recommandations de vote ou du fait des autres services rendus par les conseillers en vote aux investisseurs ou aux émetteurs. Ils peuvent résulter :

- ✓ de relations commerciales avec des sociétés cotées ou leurs filiales (en général, filiales d'établissements financiers) ;
- ✓ de prestations de conseil avec des sociétés (fourniture de conseil ou de données permettant d'élaborer un *benchmark* des rémunérations...). Ainsi, en mars 2020, ISS, qui rend des services aux émetteurs, a mis à jour son code de conduite sur ce point. Il considère n'avoir aucune relation susceptible d'influencer l'élaboration des recherches, conseils et recommandations de vote ;
- ✓ de relations avec des investisseurs utilisant leur droit d'actionnaire pour déposer des résolutions à l'assemblée générale ;
- ✓ d'autres services rendus, comme les activités ESG ou de notation de gouvernance. ISS considère qu'il n'y a pas de conflits d'intérêts entre cette activité et celle de recommandation en vote car les données sous-jacentes sont communes : les analyses et résultats de vote peuvent être utilisés comme facteur de notation et l'analyse E&S peut être utilisée pour l'analyse d'assemblées générales (comme élément de contexte en cas de résolutions à caractère environnemental ou social). PROXINVEST souligne également que la méthodologie de sa notation gouvernance est issue des mêmes principes de gouvernance que sa politique de vote.

²⁰⁸ Selon ce code : « La mission première des signataires du BPP est de servir les investisseurs. Les signataires des BPP doivent avoir et rendre publique une politique en matière de conflits d'intérêts qui détaille leurs procédures pour éviter ou traiter les conflits d'intérêts potentiels ou réels qui peuvent survenir en relation avec la fourniture de services. Outre la divulgation de leur politique générale, les signataires des BPP devraient également disposer d'un processus permettant d'identifier et de divulguer sans délai à leurs clients, au cas par cas, les conflits d'intérêts réels ou potentiels ou les relations d'affaires susceptibles d'influencer la préparation de leurs recherches, conseils et recommandations de vote et les actions qu'ils ont entreprises pour éliminer, atténuer et gérer les conflits d'intérêts réels ou potentiels ».

Tous les conseillers en vote considèrent qu'aucune de leurs relations commerciales actuelles n'est de nature à influencer leurs recherches, conseils et recommandation de vote.

S'agissant des conflits d'intérêts potentiels avec l'actionnaire de référence, ISS indique dans son code de conduite que les risques de conflit d'intérêts font l'objet d'une politique en vertu de laquelle l'actionnaire (i) ne s'implique pas dans les activités au jour le jour d'ISS et (ii) n'a de rôle ou d'influence ni dans la détermination des politiques de vote, ni dans la préparation des rapports de recherche ou des recommandations de vote. PROXINVEST relève que son actionnaire principal²⁰⁹ n'est ni une société cotée, ni un fonds d'investissement, ni une société faisant appel public à l'épargne et que de telles circonstances conduisent à réduire significativement les risques de conflit d'intérêts et les risques d'atteinte à l'indépendance de PROXINVEST. Toutefois, les risques de conflit sont prévenus de la façon suivante : (i) la publication d'une note d'information en cas de prise de mandat ou d'investissement significatif au capital de sociétés analysées par PROXINVEST, (ii) l'application de la politique de vote publique, (iii) la signature de la politique de prévention des délits d'initiés et conflits d'intérêts ; et (iv) la dévolution de la gestion quotidienne de l'entreprise à un collaborateur historique - et actionnaire minoritaire - de PROXINVEST.

☐ Informations sur les conflits d'intérêts potentiels

Selon les sites internet des conseillers en vote, la transparence sur ces conflits d'intérêts est faite dans les rapports de recherche :

- ✓ ISS indique que certaines de ces informations sont contenues directement dans les rapports de recherche²¹⁰. Il précise toutefois que, pour des raisons de « muraille de chine » entre les activités, les informations relatives à la transparence des relations commerciales de sa filiale ICS sont disponibles en dehors des rapports de recherche. La diffusion de ces informations s'effectue notamment par la plateforme *ProxyExchange*, le rapport de recherche indiquant aux clients où et comment se procurer ces informations ;
- ✓ PROXINVEST informe ses clients en fournissant une alerte sur la première page de l'étude de l'assemblée générale, conformément à sa déclaration de conformité au code de bonne conduite du BPPG²¹¹ ;
- ✓ GLASS LEWIS met également en avant les conflits d'intérêts dans son rapport²¹².

5. LES INFORMATIONS CONCERNANT LA PRÉPARATION DE LEURS RECHERCHES, CONSEILS ET RECOMMANDATIONS DE VOTE

Les conseillers en vote fournissent des informations concernant la préparation de la recherche, des conseils et des recommandations de vote. Selon l'article L. 544-4 du code monétaire et financier second alinéa, « *afin d'informer leurs clients sur la teneur exacte et la fiabilité de leurs activités, les conseillers en vote rendent publiques, au moins chaque année, les informations concernant la préparation de leurs recherches, conseils et recommandations de vote* ».

☐ Méthodologie d'élaboration de la politique de vote

L'article R. 544-1 du code monétaire et financier prévoit que « *les informations annuelles concernant la préparation des recherches, conseils et recommandations de vote sont composées des informations suivantes : [...]*

4° *Le fait que les spécificités nationales en termes de marché, de législation et de réglementation, ainsi que les particularités de la société elle-même, sont prises en compte ou non et, dans l'affirmative, la manière dont elles sont prises en compte ;*

5° *Les caractéristiques essentielles des politiques de vote appliquées pour chaque marché* ».

209 PROXINVEST a connu en juin 2020 un changement d'actionnaire de contrôle.

210 <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/Disclosure-of-Significant-Relationships.pdf>

211 PROXINVEST Compliance Statement with the BPP (Conflict Disclosure, p 13)

212 GLASS LEWIS Statement of Compliance with the BPP (Possible Conflicts for Consideration, p 18) ; <https://www.glasslewis.com/conflict-of-interest/>

Les politiques de vote et leur processus d'élaboration sont détaillés sur le site internet des conseillers en vote.

ISS et GLASS LEWIS consultent les investisseurs lors de la mise à jour annuelle de leur politique de vote. Les modifications proposées par ISS résultent de la prise en compte : (i) de questionnaires sur la politique sur les tendances globales, régionales ou locales ; (ii) des propositions de modification des équipes dédiées à la recherche ; et (iii) de tables rondes clients sur les politiques de vote. Ils prennent en compte les spécificités françaises liées à la réglementation nationale, aux codes AFEP-MEDEF, MIDDLENEXT ainsi qu'aux recommandations de l'AFG. Une politique, en partie adaptée à la France, a été publiée par les deux agences.

En sus des mises à jour annuelles, on relèvera également que, dans le contexte de la pandémie Covid-19, GLASS LEWIS²¹³ et ISS²¹⁴ ont mis à jour et assoupli leur politique de vote en mars et avril 2020, notamment sur le sujet des votes à huis-clos et des mesures « anti-OPA ». Des publications dédiées à l'impact de la Covid-19 ont également été faites²¹⁵.

PROXINVEST ne lance pas de consultation publique mais organise chaque année des échanges privés avec les parties prenantes (c'est-à-dire investisseurs et entreprises) sur l'ensemble de sa politique de vote. Les modifications sont proposées après : (i) un dialogue avec les clients investisseurs, (ii) un dialogue avec les émetteurs et une réflexion des analystes, (iii) des débats et un avis consultatif de son comité d'orientation. PROXINVEST ne communique sur les principales modifications qu'envers ses clients et les entreprises analysées, qu'il considère comme seules parties prenantes. La politique de vote est ensuite rendue publique et accessible sur le site internet de PROXINVEST.

L'AMF relève que :

- ✓ **en application de l'article R. 544-1 du code monétaire et financier, les conseillers en vote doivent désormais rendre publiques, au moins chaque année, les informations concernant la préparation de leurs recherches, conseils et recommandations de vote. Cette publication devant intervenir chaque année, l'AMF invite les conseillers en vote à présenter l'ensemble de ces informations au sein d'un document annuel, en sus des informations fournies sur leur site ;**
- ✓ **le processus d'élaboration de la politique de vote impliquant un nombre de parties prenantes plus ou moins important selon les conseillers en vote, elle invite les conseillers en vote à publier et commenter les modifications proposées ;**
- ✓ **les informations annuelles concernant la préparation des recherches, conseils et recommandations de vote mériteraient de mieux identifier quelles spécificités nationales en termes de marché, de législation et de réglementation sont prises en compte et la manière dont elles le sont.**

☐ **Mise en œuvre de la politique de vote**

L'article R. 544-1 du code monétaire et financier précise que : « *Les informations annuelles [...] sont composées des informations suivantes :*

- « 1° *Les éléments essentiels des méthodes et des modèles appliqués ;*
- 2° *Les principales sources d'information utilisées ;*
- 3° *Les procédures mises en place pour garantir la qualité des recherches, conseils et recommandations de vote, ainsi que les qualifications professionnelles du personnel concerné ».*

Dans la recommandation AMF n°2011-06, il est recommandé que le conseiller en vote « *dispose des compétences et des moyens adaptés à l'exercice de son activité et, en particulier, à l'analyse des projets de résolution. Les personnes en charge d'analyser les projets de résolution disposent des compétences et de l'expérience appropriée à la conduite de ce type d'analyse. L'AMF recommande que le conseiller en vote définisse des règles méthodologiques sur la base desquelles ses équipes élaborent leurs analyses et s'assure de leur respect. Le conseiller en vote présente sur son site Internet la*

213 <https://www.glasslewis.com/poison-pills-and-coronavirus-understanding-glass-lewis-contextual-policy-approach/> et

214 <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/updates/EMEA-Policy-Updates.pdf>

215 <https://www.glasslewis.com/everything-in-governance-is-affected-by-the-coronavirus-pandemic/> et <https://www.glasslewis.com/remuneration-and-covid-glass-lewis-approach-to-pay-in-the-australianand-other-upcoming-proxy-seasons/>

politique qu'il adopte pour l'ensemble de ces éléments. Le conseiller en vote motive dans son rapport d'analyse le sens des recommandations de vote qu'il émet résolution par résolution, notamment au regard de la politique générale de vote publiée ».

L'AMF recommande également que le conseiller en vote « motive dans son rapport d'analyse le sens des recommandations de vote qu'il émet résolution par résolution, notamment au regard de la politique générale de vote publiée ».

Peu d'informations sont fournies sur les sites internet s'agissant des compétences et des moyens mis en œuvre pour chaque marché concerné. ISS, GLASS LEWIS et PROXINVEST indiquent dans leur déclaration de conformité au code du BPPG ne pas avoir mis en place d'externalisation de la recherche. Plus précisément :

- ✓ ISS et GLASS LEWIS indiquent ne pas sous-traiter aucune partie de leur processus de recherche ;
- ✓ PROXINVEST indique ne pas sous-traiter la collecte de données. Pour le suivi des assemblées générales de sociétés non françaises, les clients sont invités à souscrire à l'ECGS pour la fourniture de rapports délivrés par des experts locaux.

Un effort important dans la collecte des données a dû être fait, en 2020, dans un contexte de report des assemblées générales ainsi que dans le suivi des informations telles que les changements de dividendes (baisse ou abandon de rémunération), les modifications de la politique de rémunération et la recherche d'information sur les dispositifs d'aide (chômage partiel, PGE, etc.). Cela a induit un surcroît de charge de travail pour ces agences en 2020.

La gestion des nouvelles informations rendues publiques est variable selon les conseillers en vote :

- ✓ PROXINVEST²¹⁶ n'actualise pas son rapport après sa diffusion. Les clients peuvent toutefois entrer en dialogue avec les entreprises concernées ;
- ✓ ISS²¹⁷ dispose de la possibilité d'émettre une alerte complétant le rapport publié si l'information transmise directement par l'émetteur modifie l'analyse du rapport. Ces alertes sont diffusées à tous les clients ayant reçu le rapport initial. Si les informations sont publiées au-delà des délais de vote des clients, ISS peut publier une alerte d'information ;
- ✓ GLASS LEWIS dispose de la possibilité d'actualiser son rapport afin de refléter la nouvelle information rendue publique ou la correction d'une erreur ou omission. Des alertes sont diffusées auprès des clients ayant accédé au rapport ou disposant de bulletins de vote y afférents, que la mise à jour ait ou non un impact sur les recommandations.²¹⁸

□ Conséquence du non-respect de la politique du vote

Les politiques de vote sont rendues publiques par les conseillers en vote²¹⁹. Elles indiquent généralement dans quelles conditions il est proposé de recommander que les actionnaires soutiennent une proposition.

Cependant, un non-respect de la politique de vote n'entraîne pas systématiquement de recommandation négative. À titre d'exemple, PROXINVEST²²⁰ relève qu'en matière de rémunération des dirigeants, les critères d'analyse sont trop nombreux pour être tous respectés ; il les regroupe donc en quatre catégories : transparence, structure, alignement avec la performance et quantum. ISS²²¹ et GLASS LEWIS²²² précisent que le non-respect de la politique de vote entraîne une recommandation de vote négative en l'absence de justifications valables ou de situations particulières.

²¹⁶ PROXINVEST Compliance Statement with the BPP (Quality of research and Research Methodology, p 8) et (Timeliness, p 11)

²¹⁷ ISS Compliance Statement (Quality of Research, p 5)

²¹⁸ GLASS LEWIS Statement of Compliance with the BPP (Complaints & Feedback Management, p 14) et (Error or Omissions, p 23-24)

²¹⁹ Exemple de politique de vote : <https://www.glasslewis.com/guidelines/>

²²⁰ PROXINVEST Compliance Statement with the BPP (Quality of research and Research Methodology, p 8) ; http://www.proxinvest.fr/wp-content/uploads/2020/01/Politique_de_vote_Proxinvest_2020_version-finale.pdf

²²¹ ISS Compliance Statement (Signatory Policies, p 10)

²²² GLASS LEWIS Statement of Compliance with the BPP (Voting Policies, p 9-11) ; https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/11/Guidelines_Continental_Europe.pdf ; https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/01/Guidelines_France.pdf

Dans tous les cas, le rapport de recherche présente les principes de vote utilisés ainsi que leur application au regard des pratiques de la société (qui sont explicitées pour chaque résolution). Les clients ont donc accès aux éléments nécessaires pour faire le lien entre la politique de vote et la recommandation de vote.

Recommandations émises sur le marché français en 2019 et 2020 :

En 2020, sur le marché français, ISS a émis 28% de recommandations négatives (contre 35% en 2019). PROXIVEST a émis 39,3% de recommandations négatives (contre 42,3% en 2019). Les rapports de recherche ont été émis en moyenne 18 jours avant l'assemblée générale, pour ISS comme pour PROXINVEST. Aucune information n'est disponible sur ce point pour GLASS LEWIS.

6. LE DIALOGUE AVEC LES SOCIÉTÉS COTÉES

☐ Le cadre du dialogue

L'article R. 544-1 du code monétaire et financier dispose que : « *Les informations annuelles [...] sont composées des informations suivantes : 6° Le fait que des dialogues ont lieu ou non avec les sociétés qui font l'objet de leurs recherches, conseils ou recommandations de vote, ainsi qu'avec les parties prenantes de ces sociétés et, le cas échéant, la portée et la nature de ces dialogues* ».

L'AMF prévoit en complément, dans sa recommandation 2011-06, un dialogue en amont de la publication du rapport d'analyse. Elle « *recommande que le conseiller en vote transmette à la société concernée son projet de rapport pour commentaires éventuels et, lorsque qu'elle ne l'a pas transmis, de l'indiquer clairement dans le rapport d'analyse et d'en expliquer les raisons* ».

Le code du BPPG prévoit que : « *Les signataires des Best Practice Principles doivent divulguer une politique (ou des politiques) de dialogue avec les émetteurs, les représentants des actionnaires et les autres parties prenantes. Les signataires des BPP doivent informer leurs clients de la nature de tout dialogue avec les parties concernées dans leurs rapports de recherche, ce qui peut également inclure l'information des clients sur le résultat de ce dialogue.* »²²³

Au niveau international, on relèvera que le régulateur américain, la Securities and Exchange Commission (SEC), a récemment abandonné une proposition similaire qui aurait obligé les conseillers en matière de procuration à soumettre leurs recommandations de vote aux sociétés pour vérification avant de les distribuer aux investisseurs en vue des assemblées d'actionnaires.

☐ La mise en œuvre du dialogue

ISS²²⁴, PROXINVEST²²⁵, et plus récemment GLASS LEWIS²²⁶, ont publié sur leur site internet leur politique de dialogue avec les émetteurs.

La procédure d'échange avec les émetteurs, en amont de l'assemblée générale, diffère selon chaque conseiller en vote :

- ✓ ISS adresse un projet de rapport aux émetteurs en leur offrant un délai de 24 ou 48 heures pour corriger les éventuelles erreurs factuelles et, en cas de recommandation de vote négative, faire valoir leurs observations *via* les

²²³ BPP Signatories should disclose a policy (or policies) for dialogue with issuers, shareholder proponents and other stakeholders. BPP Signatories should inform clients about the nature of any dialogue with relevant parties in their research reports, which may also include informing clients of the outcome of that dialogue.

²²⁴ <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/policy-formulation-application/>

²²⁵ PROXINVEST Compliance Statement with the BPP (Dialogue Policy, p 15-17) ; <http://www.proxinvest.fr/nos-politiques-a-dialogue-avec-les-emetteurs/>

²²⁶ GLASS LEWIS Statement of Compliance with the BPP (Dialogue with Corporate Issuers, Shareholder Proponents & Other Stakeholders, p 25)

« *companies quotes* ». Ces dernières sont intégrées dans le rapport sous la forme de citations à la suite des commentaires d'ISS sur la résolution concernée. Le rapport de recherche comprend un tableau récapitulatif des échanges avec les émetteurs. En 2020 (à fin juillet), ISS a eu environ 144 dialogues (contre 204 en 2019) avec des émetteurs français, représentant 70 sociétés différentes (contre 105 en 2019), dont 68 (contre 93 en 2019) étaient des revues de pré-rapport. Par ailleurs, GLASS LEWIS met en ligne les données pertinentes sur lesquelles se fondent les recommandations de vote, et l'émetteur a la possibilité de signaler des erreurs factuelles et des omissions. Ce dernier n'a cependant accès aux recommandations de vote qu'en achetant le rapport d'analyse. Il peut ensuite faire valoir sa position dans un *Report Feedback Statement*, qui est inclus dans le rapport d'analyse adressé au client-investisseur ;

- ✓ PROXINVEST ne donne pas d'accès préalable au projet de rapport à l'émetteur, en considérant notamment que cela porterait atteinte à leur droit de propriété intellectuelle, à leur indépendance et réduirait l'intérêt de l'émetteur à offrir une information publique complète. L'émetteur est informé des recommandations de vote et des points prioritaires d'attention par message électronique, et peut acheter le rapport. Le public accède, deux jours avant l'assemblée générale, aux recommandations de vote de PROXINVEST sur le site Internet de ce dernier.

L'AMF continue à recommander le dialogue entre conseillers en vote et émetteurs et rappelle qu'il est important que les sociétés puissent avoir accès aux données afin qu'elles soient en mesure de signaler d'éventuelles erreurs factuelles ou omissions. L'AMF relève qu'en application de l'article R. 544-1 du code monétaire et financier, les conseillers en vote doivent désormais indiquer annuellement si des dialogues ont lieu ou non avec les sociétés ayant fait l'objet de leurs recherches, conseils ou recommandations de vote. Le processus décisionnel des conseillers en vote mériterait également d'être clarifié par chaque conseiller en vote.

Annexe 1 : Règles applicables aux différents éléments de rémunération

□ Rappel des règles applicables aux rémunérations fixes

Loi
L'article R. 225-29-1, II du code de commerce prévoit désormais une information dans la politique de rémunération devant notamment préciser, pour chaque mandataire social, les éléments suivants : « 1° Les éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature qui peuvent lui être accordés en raison du mandat concerné, ainsi que leur importance respective »;
Code AFEP-MEDEF
Article 25.3.1 du code : « La rémunération fixe ne doit en principe être revue qu'à intervalle de temps relativement long. Si toutefois l'entreprise fait le choix d'une évolution annuelle de la rémunération fixe, cette évolution doit être modérée et respecter le principe de cohérence mentionné au § 25.1.2. En cas d'augmentation significative de la rémunération, les raisons de cette augmentation sont explicitées. »
Guide d'application du code AFEP-MEDEF publié par le HCGE
Ce paragraphe du code AFEP-MEDEF encadre la rémunération fixe des dirigeants mandataires sociaux. Les informations présentées à ce sujet doivent faire apparaître soit la date depuis laquelle la rémunération fixe n'a pas varié, soit la politique suivie par le conseil dans ce domaine, particulièrement si une variation significative est intervenue au cours de l'exercice.

□ Rappel des règles applicables aux rémunérations variables

Loi
L'article R. 225-29-1, II du code de commerce prévoit désormais une information complète sur les critères de performance, la politique de rémunération devant notamment préciser, pour chaque mandataire social, les éléments suivants :
- « Lorsque la société attribue des éléments de rémunérations variables, les critères clairs, détaillés et variés, de nature financière et non financière, y compris, le cas échéant, relatifs à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, qui conditionnent leur attribution et la manière dont ces critères contribuent aux objectifs de la politique de rémunération. » - « Lorsque la société attribue des engagements et droits conditionnels, les critères clairs, détaillés et variés, de nature financière et, le cas échéant, non financière, y compris relatifs à la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, qui conditionnent leur attribution et la manière dont ces critères contribuent aux objectifs de la politique de rémunération. [...] ».
En complément, l'article L. 237-3-3 8° du code de commerce prévoit que figure « une explication de la manière dont la rémunération totale respecte la politique de rémunération adoptée, y compris la manière dont elle contribue aux performances à long terme de la société, et de la manière dont les critères de performance ont été appliqués ».

Code AFEP-MEDEF

Article 25.3.2 Rémunération variable annuelle des dirigeants mandataires sociaux exécutifs

Le conseil peut décider d'attribuer une rémunération variable annuelle dont le paiement peut, le cas échéant, être différé. Les règles de fixation de cette rémunération doivent être cohérentes avec l'évaluation faite annuellement des performances des dirigeants mandataires sociaux exécutifs et avec la stratégie de l'entreprise. Elles dépendent de la performance du dirigeant et du progrès réalisé par l'entreprise. Les modalités de la rémunération variable annuelle doivent être intelligibles pour l'actionnaire et donner lieu chaque année à une information claire et exhaustive dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise.

Le conseil définit les critères permettant de déterminer la rémunération variable annuelle ainsi que les objectifs à atteindre. Ceux-ci doivent être précis et bien entendu préétablis. Il doit être procédé à un réexamen régulier de ces critères dont il faut éviter les révisions trop fréquentes. Les critères quantifiables, qui ne sont pas nécessairement financiers, doivent être simples, pertinents et adaptés à la stratégie de l'entreprise. Ils doivent être prépondérants. S'il est retenu, le cours de bourse ne doit pas constituer le seul critère quantifiable et peut être apprécié de manière relative (comparaison avec des pairs ou des indices). Les critères qualitatifs doivent être définis de manière précise. Au sein de la rémunération variable annuelle, lorsque des critères qualitatifs sont utilisés, une limite doit être fixée à la part qualitative. Le maximum de la rémunération variable annuelle doit être déterminé sous forme d'un pourcentage de la rémunération fixe et être d'un ordre de grandeur proportionné à cette partie fixe. Sauf exception motivée, l'attribution d'une rémunération variable annuelle ne doit pas être réservée aux seuls dirigeants mandataires sociaux exécutifs.

Guide d'application du code AFEP-MEDEF publié par le HCGE

Règles d'attribution de la part variable annuelle, indication des critères de détermination de cette part variable : critères qualitatifs et quantifiables (sous réserve de confidentialité de certains éléments)

- limites fixées à la part qualitative quand elle est utilisée ;
- relation de la part variable annuelle à la part fixe (pourcentage maximum de la part fixe) ;
- indication de l'application des critères par rapport à ce qui avait été prévu au cours de l'exercice et mention de l'atteinte des objectifs personnels ;
- rémunération individuelle détaillée de chaque dirigeant mandataire social selon les tableaux de présentation standardisés des dirigeants figurant en annexe du code AFEP-MEDEF (tableaux 1 et 2).

Recommandation DOC-2012-02 de l'AMF

L'AMF recommande²²⁷ que les sociétés qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF :

- distinguent chacun des critères utilisés en indiquant s'il s'agit d'un critère quantifiable ou qualitatif ;
- indiquent de manière précise les critères qualitatifs utilisés pour la détermination de la partie variable de la rémunération ou indiquent, *a minima*, que certains critères qualitatifs ont été préétablis et définis de manière précise mais ne sont pas rendus publics pour des raisons de confidentialité ;
- indiquent le niveau de réalisation attendu des objectifs quantifiables utilisés pour la détermination de la partie variable de la rémunération ou indiquent, *a minima*, que le niveau de réalisation de ces critères quantifiables a été établi de manière précise mais n'est pas rendu public pour des raisons de confidentialité dès lors que la nature des critères quantifiables est présentée ;
- présentent de manière claire et précise la clé de répartition des critères retenus pour la détermination de la partie variable de la rémunération ;
- indiquent le plafond de la rémunération variable soit par un pourcentage de la rémunération fixe, soit par un montant numéraire maximum pour celles qui ne versent pas de rémunération fixe ;

227 Position-recommandation AMF DOC-2012-02

- donnent une information claire et précise sur la mise en œuvre de clauses d'ajustement affectant le calcul ou le paiement de certains éléments de la rémunération et veillent à ce que le caractère préétabli des critères ayant permis de déterminer ces éléments ne soit pas remis en cause.

L'AMF recommande, par ailleurs, au moment du calcul de la rémunération variable annuelle qui doit être versée, que :

- les sociétés précisent clairement, *a minima* pour chaque objectif quantifiable, le niveau de réalisation atteint ;
- le conseil d'administration ou de surveillance justifie sa décision lorsque la part de la rémunération variable annuelle attribuée sur la base de la performance observée des critères qualitatifs s'écartera significativement du rapport initialement fixé et devient prépondérante par rapport à la partie reposant sur la performance des critères quantifiables. Cette situation doit rester exceptionnelle et la justification apportée doit permettre d'en comprendre la motivation.



Rappel des règles applicables aux rémunérations long terme

Loi

L'article L. 237-3-3, 8° du code de commerce et l'article R. 225-29-1, II du code de commerce susmentionné qui précise que :
« **Lorsque la société attribue une rémunération en actions, les périodes d'acquisition et, le cas échéant, de conservation des actions applicables après l'acquisition et la manière dont la rémunération en actions contribue aux objectifs de la politique de rémunération.** »

Code AFEP-MEDEF

Article 25.3.3 Rémunérations de long terme des dirigeants mandataires sociaux exécutifs

• **Principes généraux** : Les mécanismes de rémunération de long terme ont non seulement pour objectif d'inciter les dirigeants à inscrire leur action dans le long terme mais aussi de les fidéliser et de favoriser l'alignement de leurs intérêts avec l'intérêt social de l'entreprise et l'intérêt des actionnaires.

Ces mécanismes peuvent consister en l'attribution d'instruments tels que les options d'actions ou les actions de performance ou encore faire l'objet d'une attribution de titres ou d'un versement en espèces, dans le cadre de plans de rémunérations variables pluriannuelles. De tels plans ne sont pas réservés aux seuls dirigeants mandataires sociaux exécutifs et peuvent bénéficier à tout ou partie des salariés de l'entreprise. Ils doivent être simples et compréhensibles aussi bien pour les intéressés eux-mêmes que pour les actionnaires.

Le conseil peut prévoir lors de leur attribution une stipulation l'autorisant à statuer sur le maintien ou non des plans de rémunérations de long terme non encore acquis, des options non encore levées ou des actions non encore acquises au moment du départ du bénéficiaire. Ces plans, dont l'attribution doit être proportionnée à la partie fixe et variable annuelle, doivent prévoir des conditions de performance exigeantes à satisfaire sur une période de plusieurs années consécutives. Ces conditions peuvent être des conditions de performance internes à l'entreprise ou relatives, c'est-à-dire liées à la performance d'autres entreprises, d'un secteur de référence... S'il est retenu, le cours de bourse peut être apprécié de manière relative (comparaison avec des pairs ou des indices). Lorsque cela est possible et pertinent, ces conditions de performance internes et relatives sont combinées. Seules des circonstances exceptionnelles (modification substantielle du périmètre, évolution imprévue du contexte concurrentiel, perte de la pertinence d'un indice de référence ou d'un groupe de comparaison...) justifient que les conditions de performance puissent être modifiées au cours de la période considérée. Dans ce cas, ces modifications sont rendues publiques après la réunion du conseil les ayant arrêtées. La modification des conditions de performance doit maintenir l'alignement des intérêts des actionnaires et des bénéficiaires. En cas de départ du dirigeant, il convient de se référer au § 25.5.1.

• **Dispositions spécifiques aux options d'actions et actions de performance** : L'attribution d'options ou d'actions de performance doit correspondre à une politique d'association au capital, c'est-à-dire d'alignement des intérêts des bénéficiaires avec ceux des actionnaires, avec la part d'aléa qui s'y attache. Le conseil doit veiller à procéder à des attributions aux mêmes périodes calendaires, par exemple après la publication des comptes de l'exercice précédent et de préférence chaque année. Des périodes précédant la publication des comptes annuels et intermédiaires doivent être fixées, pendant lesquelles l'exercice des options d'actions n'est pas possible. Il appartient au conseil d'administration ou de surveillance de fixer ces périodes et, le cas échéant, de déterminer la procédure que doivent suivre les bénéficiaires avant d'exercer des options d'actions, pour s'assurer qu'ils ne disposent pas d'informations susceptibles d'empêcher cet exercice. S'agissant des dirigeants mandataires sociaux exécutifs, il convient : – de veiller à ce que les options d'actions et les actions de performance valorisées selon la méthode retenue pour les comptes consolidés représentent un pourcentage proportionné de l'ensemble des rémunérations, options et actions qui leur sont attribuées. Les conseils doivent fixer le pourcentage de rémunération que ne doivent pas dépasser ces attributions ; – d'éviter qu'ils bénéficient d'une trop forte concentration de l'attribution. Il appartiendra aux conseils, en fonction de la situation de chaque

société (taille de la société, secteur d'activité, champ d'attribution plus ou moins large, nombre de dirigeants...), de définir le pourcentage maximum d'options et d'actions de performance pouvant être attribuées aux dirigeants mandataires sociaux par rapport à l'enveloppe globale votée par les actionnaires. La résolution d'autorisation du plan d'attribution proposée au vote de l'assemblée générale doit mentionner ce pourcentage maximum sous forme d'un sous-plafond d'attribution pour les dirigeants mandataires sociaux ; – d'être cohérent avec les pratiques antérieures de l'entreprise pour la valorisation des options et des actions de performance attribuées. Aucune décote ne doit être appliquée lors de l'attribution des options d'actions aux dirigeants mandataires sociaux. Les dirigeants mandataires sociaux qui sont bénéficiaires d'options d'actions et/ou d'actions de performance doivent prendre l'engagement formel de ne pas recourir à des opérations de couverture de leur risque tant sur les options que sur les actions issues des levées d'options ou sur les actions de performance et ce, jusqu'à la fin de la période de conservation des actions fixée par le conseil d'administration.

Guide d'application du code AFEP-MEDEF publié par le HCGE

Règles d'attribution de la part variable pluriannuelle • indication des critères de détermination de cette part variable : critères qualitatifs et quantifiables (sous réserve de confidentialité de certains éléments) et leurs poids respectifs • indication du groupe de bénéficiaires du mécanisme de rémunération variable pluriannuelle • lors du versement de la part variable pluriannuelle, indication de l'application des critères • rémunération individuelle détaillée de chaque dirigeant mandataire social selon le tableau de présentation standardisé des dirigeants figurant en annexe du code (tableau 10).

Recommandation DOC-2012-02 de l'AMF applicable aux sociétés se référant au code AFEP-MEDEF

Le code AFEP-MEDEF recommande que la rémunération de long terme soit liée à des conditions de performance exigeantes à satisfaire sur une période de plusieurs années consécutives, ces conditions pouvant être des conditions de performance internes à l'entreprise ou relatives, c'est-à-dire liées à la performance d'autres entreprises ou d'un secteur de référence. Lorsque cela est possible et pertinent, ces conditions de performance internes et relatives sont combinées. Dans ce cadre, l'AMF recommande que la présence du bénéficiaire au moment de l'exercice des options de souscription ou d'achat d'actions ou de l'attribution définitive des actions attribuées gratuitement ne soit pas considérée comme un critère de performance exigeant.

L'AMF recommande que :

- les sociétés précisent qu'à leur connaissance aucun instrument de couverture n'est mis en place tant sur les options que sur les actions issues des levées d'options ou sur les actions de performance et ce, jusqu'à la fin de la période de conservation des actions fixée par le conseil d'administration ;
- les obligations de conservation des titres issues des levées d'options de souscription ou d'achat d'actions ou des attributions gratuites d'actions, prévues par les articles L. 225-185 et L. 225-197-1 du code de commerce, (i) soient présentées et (ii) soient suffisamment contraignantes pour permettre une réelle prise en compte des performances de la société à long terme ;
- lorsque le conseil d'administration ou de surveillance décide, dans le cadre du départ d'un dirigeant, de dispenser ce dernier d'une condition de présence prévue dans un plan d'attribution gratuite d'actions ou un plan d'options de souscription ou d'achat d'actions, de rappeler précisément le nombre d'options ou d'actions dont sont bénéficiaires les dirigeants au titre de ces plans et d'évaluer le montant de l'avantage ainsi consenti ;

L'AMF recommande ainsi que le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le document d'enregistrement universel intègrent, en sus de la politique de rémunération, une vision globale de sa mise en œuvre sur plusieurs années. Pour les options, actions de performance et les rémunérations variables long terme, cela peut être fait par un renvoi aux tableaux 8, 9 ou 10 du code AFEP-MEDEF. Ces tableaux, qui décrivent l'historique des attributions, devraient rappeler les conditions de performance antérieurement fixées.

Loi et décret

L'article L. 225-37-3, I du code de commerce précise que : « Les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé présentent, de manière claire et compréhensible, au sein du rapport sur le gouvernement d'entreprise mentionné au dernier alinéa de l'article L. 225-37, s'il y a lieu, pour chaque mandataire social, y compris les mandataires sociaux dont le mandat a pris fin et ceux nouvellement nommés au cours de l'exercice écoulé, les informations suivantes :: 1° La rémunération totale et les avantages de toute nature, en distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels, y compris sous forme de titres de capital, de titres de créance ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance de la société ou des sociétés mentionnées aux articles L. 228-13 et L. 228-93, versés à raison du mandat au cours de l'exercice écoulé, ou attribués à raison du mandat au titre du même exercice, en indiquant les principales conditions d'exercice des droits, notamment le prix et la date d'exercice et toute modification de ces conditions. »

L'article R. 225-29-1, II du code de commerce prévoit que : « La politique de rémunération précise, pour chaque mandataire social, les éléments suivants : 1° Les éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature qui peuvent lui être accordés en raison du mandat concerné, ainsi que leur importance respective. »

Code AFEP-MEDEF

L'article 25.3.4 du code AFEP-MEDEF relatif aux Rémunérations exceptionnelles des dirigeants mandataires sociaux exécutifs dispose que : « Seules des circonstances très particulières peuvent donner lieu à une rémunération exceptionnelle (par exemple, en raison de leur importance pour la société, de l'implication qu'elles exigent et des difficultés qu'elles présentent). Le versement de cette rémunération doit être motivé et la réalisation de l'évènement ayant conduit à son versement doit être explicitée. »

Guide d'application du code AFEP-MEDEF publié par le HCGE

« Il appartient ainsi à la société de motiver très précisément le recours à cette forme de rémunération exceptionnelle qui ne peut pas être utilisée pour rémunérer des missions inhérentes aux fonctions des dirigeants comme, par exemple, celle consistant à assurer une transition avec un successeur. Pour le cas où cette rémunération présente un caractère fractionné lié par exemple à une acquisition transformante comportant des enjeux d'intégration étalés dans le temps et notamment lorsqu'elle se substitue à la rémunération variable, il appartient à la société de décrire chaque année les étapes franchies de cette opération et les résultats atteints justifiant le versement de cette rémunération exceptionnelle. »

Annexe 2 : Liste des sociétés de l'échantillon de la partie 2 du présent rapport²²⁸

36 sociétés du CAC 40

Société	Indice d'appartenance
ACCOR	CAC 40
ATOS SE	CAC 40
AXA	CAC 40
BNP PARIBAS	CAC 40
BOUYGUES	CAC 40
CAPGEMINI	CAC 40
CARREFOUR	CAC 40
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	CAC 40
COMPAGNIE GÉNÉRALE DES ÉTABLISSEMENTS MICHELIN	CAC 40
CRÉDIT AGRICOLE S.A.	CAC 40
DANONE	CAC 40
DASSAULT SYSTEMES	CAC 40
ENGIE	CAC 40
ESSILORLUXOTTICA	CAC 40
HERMÈS INTERNATIONAL	CAC 40
KERING	CAC 40
L'AIR LIQUIDE	CAC 40
LEGRAND	CAC 40
L'ORÉAL	CAC 40
LVMH MOET HENNESSY-LOUIS VUITTON	CAC 40
ORANGE	CAC 40
PEUGEOT S.A.	CAC 40
PUBLICIS GROUPE SA	CAC 40
RENAULT	CAC 40
SAFRAN	CAC 40
SANOFI	CAC 40
SCHNEIDER ELECTRIC SE	CAC 40
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	CAC 40
SODEXO	CAC 40
THALES	CAC 40
TOTAL S.A.	CAC 40
UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD SE	CAC 40
VÉOLIA ENVIRONNEMENT	CAC 40
VINCI	CAC 40
VIVENDI	CAC 40
WORLDLINE	CAC 40

228 Il est précisé que l'échantillon présenté dans cette Annexe a été analysé dans le cadre de la partie 2 du présent rapport ("Etude sur l'information fournie par les sociétés dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise"). Il ne correspond pas à l'échantillon analysé dans le cadre de la partie 1 ("Evolutions récentes en matière de gouvernance"), qui porte quant à lui sur 118 émetteurs du SBF 120 – indice tel qu'arrêté au 31 mars 2020.

22 sociétés du SBF 120

Société	Indice d'appartenance
AIR FRANCE-KLM	SBF 120
ALD	SBF 120
ALTEN	SBF 120
CASINO GUICHARD-PERRACHON	SBF 120
COFACE SA	SBF 120
DASSAULT AVIATION	SBF 120
ELIS	SBF 120
FAURECIA	SBF 120
GENFIT	SBF 120
ICADE	SBF 120
INGENICO GROUP	SBF 120
KORIAN	SBF 120
LA FRANÇAISE DES JEUX	SBF 120
LAGARDÈRE SCA	SBF 120
ORPEA	SBF 120
REXEL	SBF 120
RUBIS	SBF 120
SARTORIUS STEDIM BIOTECH	SBF 120
TRIGANO	SBF 120
UBISOFT ENTERTAINMENT	SBF 120
VERALLIA	SBF 120
VIRBAC	SBF 120