

EDITO

La gouvernance reste au cœur des préoccupations, ce que trois évènements de la fin de l'année confirment. Le premier est d'ordre légal, c'est la publication de l'ordonnance du 27 novembre dernier, complétée par un décret du même jour, « relative à la **rémunération des mandataires sociaux des sociétés cotées** ». Elle avait été annoncée par la loi Pacte, qui avait habilité le Gouvernement à l'édicter, et transpose la Directive européenne du 17 mai 2017 sur l'engagement à long terme des actionnaires. Elle vient renforcer l'encadrement des rémunérations des dirigeants (au sens large) des sociétés cotées instauré par la loi Sapin II du 9 décembre 2016 ; elle entrera en vigueur à compter des assemblées générales qui statueront sur le premier exercice clos après le 28 novembre 2019.

L'ordonnance s'applique aux sociétés cotées sur un marché réglementé (Euronext Paris), donc non seulement aux sociétés anonymes comme auparavant,

mais également aux sociétés en commandite par actions, ce qui est nouveau ; elle s'applique à tous les mandataires sociaux, donc non seulement aux exécutifs, comme avant, mais également aux membres des conseils d'administration ou de surveillance des SA et SCA ; elle s'applique enfin à toutes les rémunérations, qu'il s'agisse des rémunérations proprement dites des exécutifs, comme avant, mais également à celles des membres des conseils, ce qui est nouveau, aussi aux avantages accordés en cas de cessation des fonctions, ce qui est également nouveau.

Une politique de rémunération doit être établie et approuvée par les associés chaque année, doit reposer sur des critères précis, financiers et extra financiers, décrire toutes les composantes de la rémunération fixe et variable, et exposer le processus de décision suivi pour sa détermination, sa révision et sa mise en œuvre, aucun élément de rémunération ne pouvant être attribué s'il n'est pas conforme à celle-ci. Les rémunérations attribuées ou perçues au cours d'un exercice doivent faire l'objet d'un vote au terme de l'exercice ; si ce vote est négatif, le conseil d'administration ou de surveillance doit soumettre une politique de rémunération révisée à la prochaine assemblée ; en attendant, les sommes versées aux membres des conseils sont suspendues, et si pour les exécutifs les éléments fixes restent acquis, les éléments variables et exceptionnels sont suspendus.

Deuxième élément d'actualité, les réflexions menées par plusieurs cercles sur l'éventuel encadrement de **l'activisme actionnarial**. Un premier rapport a été déposé par les députés Eric Woerth et Benjamin Dirx au nom de la Commission des finances de l'Assemblée Nationale ; un autre a suivi, celui du Club des juristes ; un troisième vient juste d'être publié, celui de l'AFEP ; enfin, un dernier est annoncé, celui de Paris Europlace ; s'y ajoutent des réflexions du Président de l'AMF.

PAGE

3

Les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées

PAGE

4

Nature et étendue de l'information à communiquer sur les conventions réglementées

PAGES

5-7

Faut-il encadrer l'activisme actionnarial ?

PAGES

8-10

Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées



De manière générale, les rapports connus font preuve de prudence car ils reconnaissent que l'activisme actionnarial est un facteur d'animation du marché et d'aiguillon des sociétés ; pour autant, ils estiment que certains comportements de certains activistes peuvent porter préjudice à la transparence, à la loyauté et à l'intégrité du marché et doivent être canalisés. Parmi leurs propositions, dont plusieurs sont communes, on relèvera, par exemple, le souci de rendre plus transparente la montée des activistes au capital des sociétés cotées, ce qui vise principalement les activistes « longs », mais également la transparence des pratiques de prêt-emprunt de titres, ce qui vise principalement ceux qui sont « courts » ; ils proposent également un encadrement des campagnes publiques des activistes, pour rétablir une égalité des armes au profit de l'émetteur visé ; ils proposent encore, mais ce n'est pas exhaustif, de renforcer les moyens de l'AMF, voire de créer une procédure de référé devant cette autorité en cas d'urgence. Ces recommandations ne laissent pas les fonds activistes indifférents (Muddy Waters a déjà réagi), ni la Place évidemment. Le problème est qu'il faut trouver un juste équilibre entre canaliser les comportements extrêmes de certains activistes et ne pas porter atteinte à l'attractivité de la Place de Paris. C'est ce qu'une matinée, organisée par KPMG et KPMG Avocats le 3 décembre dernier, avec la participation d'Eric Woerth, de l'Assemblée nationale, et Alain Pithon, de Paris Europlace, a permis d'exposer.

Enfin, signalons pour terminer le **rapport annuel de l'AMF sur la gouvernance d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées**. Cette année, il se concentre sur le dialogue actionnarial et émet diverses recommandations pour améliorer celui-ci, tant au sein des conseils qu'avec les actionnaires, que ce soit à l'occasion des assemblées générales ou de manière régulière. Sur ce point, il rejoint certaines des préoccupations des rapports précédents.

Les dernières réunions du **Cercle de Réflexion de la Gouvernance** ont été l'occasion d'évoquer ces différents événements au cours de débats très animés. Vous trouverez le compte rendu des débats du **18 septembre** dans le recueil du Cercle joint à la présente Lettre.

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



Les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées

Synthèse de lecture n°1

Le gouvernement avait été habilité par la loi Pacte à mettre en place par voie d'ordonnance un régime unifié et contraignant encadrant les rémunérations des dirigeants de sociétés cotées (art 198 VI). Cette **ordonnance en date du 27 novembre** a été publiée assortie de son décret d'application, décret qui au demeurant aborde d'autres questions de gouvernance.

Le cœur du système est constitué par la procédure dite de **say on pay**. Disons le tout de suite, l'économie générale du système mis en place par la loi Sapin II n'est pas substantiellement modifiée. Elle se caractérise toujours par un premier vote en année N-1, dit *ex ante* portant sur une politique de rémunération, et un deuxième vote en année N, dit *ex post* portant sur les rémunérations versées. Comme précédemment, le vote est annuel et la procédure contraignante.

La continuité ne doit pas pour autant dissimuler des nouveautés non-négligeables. Nouveautés d'abord quant au domaine d'application de la procédure. Elle concerne désormais **toutes les rémunérations** dont celles des administrateurs et membres des conseils de surveillance. C'est l'assemblée qui procède à la répartition des anciens jetons de présence et non le CA ou le CS. Elle concerne **toutes les sociétés par actions dont les actions (et non plus les titres) sont cotées sur un marché réglementé** ; elle s'applique aux commandites par actions, ce qui n'était pas le cas précédemment.

Nouveautés ensuite au stade du **vote ex ante**. Le conseil d'administration (ou le CS) doit présenter à l'assemblée une **politique de rémunération** qui doit donner lieu à une myriade d'informations requises par le décret d'application (art 1) et devant figurer dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise. Elle vise **toutes les composantes de la rémunération fixe et variable**. Sont concernées également **les attributions d'options donnant droit à la souscription ou à l'achat d'actions à un mandataire social, les attributions d'actions gratuites**. Ne sont pas visés expressément les BSPCE qui peuvent désormais être souscrits par les administrateurs et les membres des

conseils de surveillance depuis la loi PACTE. A cela il faut ajouter **les 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.

Cette politique doit être conforme à l'intérêt social, contribuer à la pérennité de la société et s'inscrire dans sa stratégie commerciale. Elle doit être présentée de manière claire et compréhensible. Une fois adoptée par l'assemblée générale, elle est sanctionnée par la nullité de tout versement ou tout engagement qui pourrait la méconnaître.

Nouveautés enfin au stade du **vote ex post**. Observons d'abord que la procédure d'approbation ne se cumule pas avec la procédure des conventions réglementées pour les engagements de retraite notamment : Cette dernière est expressément exclue. Ensuite, l'assemblée doit d'abord se prononcer sur **un rapport général concernant l'ensemble des rémunérations versées**, et parmi elles celles des administrateurs et membres des conseils de surveillance. Dans un deuxième temps, elle votera sur **les rémunérations des dirigeants**, une résolution étant requise pour chacun d'eux.

A la lisière de la procédure du **say on pay**, on découvre une règle de fond à la lecture du décret d'application : lorsque la politique de rémunération prévoit des indemnités représentant la contrepartie d'une clause, interdisant au bénéficiaire, après la cessation de ses fonctions dans la société, l'exercice d'une activité professionnelle concurrente portant atteinte aux intérêts de la société, leur versement est exclu dès lors que l'intéressé fait valoir ses droits à la retraite. Ce principe était déjà contenu dans le code Afep-Medef (§ 23-4).

Observons pour terminer que le nouveau régime du **say on pay** est **applicable à compter des assemblées générales statuant sur le premier exercice clos après sa date de publication**.

Texte d'origine

Ordonnance n° 2019-1234 du 27 novembre 2019 relative à la rémunération des mandataires sociaux des sociétés cotées
<https://bit.ly/38JDFPN>

Nature et étendue de l'information à communiquer sur les conventions réglementées¹

Synthèse de lecture n°2

Le décret n°2019-1235 du 27 novembre 2019 portant sur la transposition de la directive droit des actionnaires² vient préciser **l'information à publier au titre des conventions réglementées**.

Ainsi, les sociétés dont les actions sont admises sur le marché réglementé doivent désormais communiquer sur leur site internet, et au plus tard dès la conclusion d'une convention réglementée, les éléments suivants :

- le nom ou la dénomination sociale de la personne directement ou indirectement intéressée,
- la nature de sa relation avec la société,
- la date, et les conditions financières de la convention.

Par ailleurs, et conformément aux dispositions de la directive droit des actionnaires³, le décret requiert d'intégrer dans la communication « toute autre information nécessaire pour évaluer l'intérêt de la convention pour la société et les actionnaires, y compris minoritaires, qui n'y sont pas directement ou indirectement intéressés ».

Il est précisé à ce titre que les sociétés concernées doivent notamment fournir « **l'objet de la convention et l'indication du rapport entre son prix pour la société et le dernier bénéfice annuel de celle-ci** ».

Ces mesures sont d'**application immédiate**.

1. Voir aussi la Lettre de la gouvernance n°22 de septembre 2019 – Transparence et Contrôle des conventions réglementées

2. Directive n°2017/828/UE du 17 mai 2017 : « Directive droit des actionnaires »

3. Article 9 quarter §2 de la Directive droit des actionnaires

Faut-il encadrer l'activisme actionnarial ?

Synthèse de lecture n°3

Trois rapports ont été récemment publiés sur ce thème, qui comprennent des constats partagés et offrent diverses propositions assez comparables malgré des différences :

- Rapport d'information relatif à l'activisme actionnarial de la **Mission d'information de la Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire**, co-présidée par Eric Woerth, Président de la Commission des finances, et Benjamin Dirx, député ;
- Rapport sur l'activisme actionnarial du **Club des juristes**, dirigé par Michel Prada ;
- Rapport de l'**AFEP** sur l'activisme actionnarial.

Le Président de l'**AMF** a lui-même formulé diverses propositions, et un autre rapport est attendu sur le même thème, celui de **Paris Europlace**.

Il nous a paru plus pertinent de présenter les réflexions déjà publiées au sein de la même synthèse. En effet, à les lire en parallèle, ils soulèvent plusieurs questions et formulent plusieurs recommandations sur les mêmes sujets.

Qu'est-ce-que l'activisme actionnarial ?

Peut-on **le définir par son sujet**, l'activiste ? De manière générale, c'est un actionnaire actif, ce qui est le droit et même le devoir de tout actionnaire ; ce n'est donc pas une catégorie d'actionnaires qui pourrait répondre à des critères objectifs. Peut-on **le définir par son objet**, l'activisme ? En résumé, il s'agit d'un activisme jugé anormalement agressif, ce qui est trop imprécis et relève de manifestations trop protéiformes pour permettre également d'en dégager des critères a priori.

Solution proposée par les différents rapports : **le définir par ses conséquences potentielles**. Le Club des juristes propose de l'identifier aux *comportements susceptibles d'être préjudiciables à la transparence, la loyauté et au bon fonctionnement du marché*.

Faut-il encadrer l'activisme actionnarial ?

Les études connues, qui sont toutes nord-américaines, sont nuancées et semblent montrer que **le rôle des fonds activistes est plutôt globalement favorable à la création de valeur**, donc aux actionnaires, mais moins aux détenteurs de dette et aux salariés. Certains économistes américains relativisent également la supériorité du « long termisme », expliquant qu'il peut être

parfois entre les mains de dirigeants pas forcément clairvoyants à long terme, ce qui peut les conduire à retenir des objectifs incertains.

Aussi, si **nombre de grands émetteurs demandent un encadrement d'un certain activisme**, estimant qu'un activisme agressif peut nuire à l'entreprise, à ses parties prenantes et au marché, et lui reprochent une vision « court termiste », ils le sollicitent avec prudence et modération.

Comment encadrer l'activisme actionnarial ?

Deux distinctions s'imposent.

La première concerne **la position de l'activiste envers le capital de la société**. Il y a les investisseurs « longs » qui, estimant qu'une société est sous-cotée à cause de la gestion des dirigeants, sont entrés dans le capital et détiennent des titres en propre ; ils font tout pour favoriser l'amélioration du cours de bourse à la hausse. Il y a les investisseurs « courts » qui, estimant qu'une société est sur-cotée, se positionnent à la baisse en vendant à terme des titres qu'ils n'ont pas et qu'ils doivent emprunter pour ne pas être vendeurs à nu, espérant réaliser une plus-value grâce à la différence entre le cours au jour de leur prise de position et celui au jour de la réalisation effective de la vente. Les inconvénients pour la société, ses actionnaires, ses créanciers et ses salariés sont évidemment plus grands dans le second cas, sans compter le risque de manipulation de cours.

L'autre distinction tient à **la manière de mener une action envers la société et ses dirigeants**. Si certains activistes se contentent d'un dialogue feutré avec les dirigeants, d'autres n'hésitent pas, en cas d'échec, à solliciter d'autres actionnaires, ni à passer à une campagne publique, parfois agressive dans le ton et le contenu.

Existe-t-il déjà des armes légales ?

Les deux rapports notent **qu'il existe déjà tout un arsenal** : déclaration des franchissements de seuils, des ventes à découvert, des prêts-emprunts de titres, déclaration d'intention, déclaration d'un projet d'opération financière, lutte contre les abus de marché, etc. Mais, ils estiment qu'il faut les **renforcer sur divers points**, même si c'est souvent à la marge.



Quelle réglementation de l'activisme actionnarial ?

Les rapports mettent en avant les risques d'effet pervers de toute réglementation autoritaire et la nécessité de ne pas compliquer la vie des sociétés. Ils estiment qu'une réglementation nouvelle doit être arrêtée avec doigté pour ne pas perturber l'attractivité de la Place de Paris, en particulier au moment où le Brexit devrait lui permettre de devenir l'une des toutes premières places financières d'Europe. Aussi, préfèrent-ils le **recours au droit souple**, c'est-à-dire au droit non légiféré ; il s'adapte mieux et plus finement aux situations réelles et, étant généralement négocié, a une meilleure chance d'appropriation spontanée par les opérateurs.

Il faut cependant noter que le rapport de la Commission spéciale présidée par le Ministre Eric Woerth est un peu plus volontaire que celui du Club des juristes et surtout celui de l'AFEFP car, sur certains points lui paraissant cruciaux, comme l'abaissement du niveau de déclaration des franchissements de seuil, il envisage une **intervention législative**.

Orientations générales retenues par les rapports

Les rapports se rejoignent sur beaucoup de points.

Un premier thème est relatif à l'**amélioration de la transparence** de certaines opérations. Il s'agit de la transparence des positions des activistes au regard du capital ; à l'égard de ceux qui sont « longs », il s'agit de mieux révéler au marché leur exposition économique réelle ; à l'égard de ceux qui sont « courts », il s'agit de rendre plus transparent le prêt-emprunt de titres et de peut-être neutraliser le droit de vote.

Un deuxième thème est celui de l'**égalité des armes**. Les rapports veulent répondre à l'asymétrie qui existe aujourd'hui dans nombre de cas au détriment de l'émetteur. Ainsi, les activistes devraient-ils révéler plus tôt et publiquement leurs positions et objectifs, tant à l'émetteur qu'aux autres actionnaires.

Un troisième thème est relatif au **dialogue actionnarial**. Les rapports insistent sur la nécessité d'améliorer le dialogue actionnarial, de manière générale, qu'ils considèrent comme le meilleur antidote pour prévenir les campagnes bruyantes et agressives de certains fonds.

Un autre thème est relatif aux **moyens et aux pouvoirs de l'AMF**. Les deux premiers rapports sont les seuls à insister sur la nécessité d'augmenter le financement de l'AMF, indépendamment même de la lutte contre l'activisme actionnarial. Le rapport du Ministre Eric Woerth propose également de créer une procédure de référé au sein de l'AMF, pour lui permettre de rendre des injonctions ou de prendre des mesures conservatoires urgentes en cas de campagne activiste préjudiciable à la société et au marché.

Mais il y a beaucoup d'autres propositions dans ces rapports, qui sont très riches. Par exemple :

Rapport Woerth :

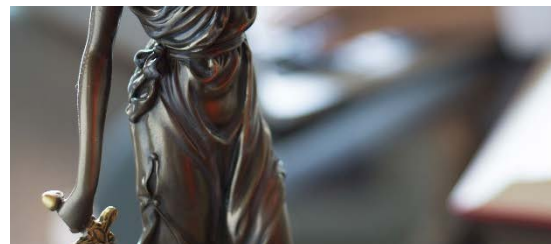
- abaisser le niveau de déclaration de franchissement de seuil à 3 % au lieu de 5 ;
- faciliter l'identification des actionnaires ;
- obliger l'activiste à communiquer à l'émetteur les informations transmises à des actionnaires ;
- permettre à l'émetteur de répondre, même en période de silence ;
- limiter les ventes à découvert par rapport au capital ou au flottant ;
- rendre plus transparentes les positions courtes ;
- rendre plus transparent le prêt-emprunt de titres ;
- ne pas transférer le droit de vote à l'emprunteur pour lutter contre l'empty voting.

Rapport du Club des juristes :

- permettre à l'AMF d'imposer à un activiste de se dévoiler en cas de rumeur ;
- exiger une transparence des conflits d'intérêts et une objectivité des déclarations d'activistes ;
- interdire les déclarations en période de silence ;
- créer une plate-forme de dialogue à l'image de celle du UK (*investor platform*) ;
- créer un comité des investisseurs pour mieux élaborer le code de gouvernement des entreprises de l'AFEP-MEDEF.

Rapport de l'AFEP :

- établir une égalité des règles de communication financière ;
- sanctionner les comportements abusifs ;
- améliorer la lisibilité des déclarations de franchissement de seuils ;
- prévoir une suspension automatique des droits de vote en cas de non-respect des franchissements de seuils statutaires ;
- mieux encadrer le prêt de titres.



Muddy Waters a déjà réagi par une lettre circonstanciée adressée directement aux rapporteurs de la mission de l'Assemblée nationale et rendue publique, lettre critiquant la plupart de leurs recommandations et les invitant en retour – en miroir - à renforcer les obligations et responsabilités des administrateurs et dirigeants.

Textes d'origine

Rapport Woerth :
<https://bit.ly/38ls10z>
Rapport du Club des juristes :
<https://bit.ly/2M2gZAB>
Rapport de l'AFEP :
<https://bit.ly/2M1Xh7Y>

Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées

Synthèse de lecture n°4

L'AMF a publié le 3 décembre 2019 son [rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées](#). Ce rapport présente :

- les évolutions législatives et réglementaires de l'exercice en matière de gouvernance et de rémunération (Loi Pacte, Directive Droits des actionnaires 2, Plan d'action de la commission européenne pour une finance durable...);
- les résultats d'une étude menée sur le dialogue actionnarial à partir d'un échantillon de 40 sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur le marché réglementé ;
- les éléments de non-conformité observés par rapport au code AFEP-MEDEF lors de la revue annuelle des documents de référence 2018.

A cette occasion, l'AMF propose un certain nombre de pistes de réflexion à destination des associations professionnelles et du Haut comité de gouvernement d'entreprise (HCGE) ainsi que de nouvelles recommandations à destination des émetteurs. Elles visent en particulier le dialogue actionnarial et distinguent le dialogue au sein du conseil, le dialogue permanent avec les actionnaires, et le dialogue en assemblée générale. Elles font écho aussi aux débats actuels sur l'activisme actionnarial.

Ces pistes de réflexions et recommandations ont donné lieu également à la [mise à jour de la recommandation AMF n°2012-02](#) sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF.

Le dialogue avec les actionnaires au sein du conseil

La qualité du dialogue avec les actionnaires au sein du conseil est étroitement liée à sa composition. Les

enjeux sont importants car l'équilibre au sein du conseil vise notamment à pondérer l'influence directe ou indirecte des actionnaires de référence.

Les critères de sélection des administrateurs doivent ainsi pouvoir intégrer une représentation équilibrée entre les hommes et les femmes⁴ et la recherche d'une certaine diversité⁵. Le code AFEP-MEDEF⁶ précise à ce titre que la richesse « du conseil [...] s'apprécie dans l'équilibre de sa composition ainsi que dans la compétence et l'éthique de ses membres ».

Or, l'AMF constate que le processus de sélection des administrateurs n'est pas toujours décrit dans les informations communiquées par les sociétés. Elle se demande aussi si la publication d'éléments complémentaires quant à ce processus de sélection ne pourrait pas favoriser la confiance des actionnaires et le vote lié à la nomination ou au renouvellement d'un administrateur en assemblée générale. A titre d'exemple, l'AMF propose, notamment dans un contexte où l'administrateur est lié à l'actionnaire de référence, de préciser le nombre de candidats et les compétences identifiées comme nécessaires par les dernières évaluations du conseil.

- L'AMF invite ainsi le HCGE à réaliser une étude sur les processus de sélection, de proposition et de nomination des administrateurs⁷.
- Elle invite aussi l'AFEP et le MEDEF à réfléchir aux informations qu'il serait utile de rendre publique sur ce processus de sélection des administrateurs.

Par ailleurs, **la prévention des conflits d'intérêts** reste un élément déterminant pour assurer la qualité des échanges au sein du conseil. L'AMF constate toutefois que l'appréciation des critères d'indépendance pour les administrateurs représentant des actionnaires détenant plus de 10 % du capital ou des droits de vote reste délicate.

4. Articles L.225-17, L.225-69, et L.226-4 du code de commerce

5. Article L.225-37-4, 6° du code de commerce (et L.225-68, al.6, et L.226-10-1, al.1)

6. Article 6.1 du Code AFEP-MEDEF

7. Article 16.2.1 du Code AFEP-MEDEF

- L'AMF invite ainsi le HCGE ou l'AFEP et le MEDEF à clarifier les dispositions du code AFEP-MEDEF quant à la gestion des conflits d'intérêts et à l'appréciation de l'indépendance des administrateurs lorsqu'ils représentent un actionnaire détenant plus de 10 % du capital ou des droits de vote.

L'AMF constate enfin **la présence croissante des censeurs** au sein des conseils dans un contexte où le nombre d'administrateurs tend à décroître. Les raisons avancées par les sociétés sont variées (compétence, relationnel, indépendance...). Le développement de cette pratique interroge sur leur rôle et les règles de confidentialité ou de gestion des conflits d'intérêts auxquelles ils sont soumis.

- L'AMF invite l'AFEP et le MEDEF à engager une réflexion sur la nécessité d'appliquer aux censeurs certaines règles qui s'imposent aux administrateurs ou pour déterminer s'ils sont davantage assimilables à des conseils externes dont l'avis serait sollicité au cas par cas.
- Elle renouvelle aussi sa recommandation vis-à-vis des sociétés qui ont nommé un ou plusieurs censeurs de décrire précisément leurs modes de désignation, missions et prérogatives, par exemple dans les développements consacrés à l'activité et à l'évaluation du conseil. En complément, l'AMF recommande aux sociétés qui ont recours à un ou plusieurs censeurs de s'interroger sur cette pratique et de s'assurer que :
 - les censeurs connaissent les règles relatives aux abus de marché (la communication de l'information privilégiée, les transactions sur titres...), et que
 - les censeurs en situation de conflits d'intérêts, y compris potentiels, n'assistent pas aux débats.

Le dialogue permanent avec les actionnaires

L'AMF observe que les sociétés favorisent de plus en plus **le dialogue régulier avec les investisseurs**. En pratique, le conseil échange principalement sur les sujets de gouvernance et la direction prend en charge les questions liées à la stratégie et à la performance.

Le code AFEP-MEDEF a par ailleurs été modifié en juin 2018 afin de tenir compte de la volonté des actionnaires d'interagir directement avec les membres du conseil d'administration et accompagner le développement de cette pratique. Le code précise que la responsabilité du dialogue peut être confiée au président du conseil, ou le cas échéant à l'administrateur référent.

Toutefois, l'AMF constate que peu d'information est fournie sur **le résultat du dialogue actionnarial**, et aussi la manière dont les sociétés prennent en compte les attentes des investisseurs. Or, ces informations peuvent être utiles pour obtenir ou conserver la confiance des investisseurs.

- Dans ce contexte, l'AMF recommande que les supports de présentation établis à l'occasion des « roadshows gouvernance » soient mis en ligne sur le site internet de la société.
- L'AMF recommande aussi qu'en cas de vote contesté en assemblée générale de s'interroger sur l'opportunité d'une communication sur les positions éventuellement arrêtées par le conseil à la suite du vote.

Si le constat général fait ressortir un taux élevé d'approbation des résolutions et un faible nombre de dépôts de résolutions par des actionnaires, certaines résolutions apparaissent plus contestées que d'autres.

L'AMF considère comme une bonne pratique la présentation d'informations pédagogiques dans les brochures de convocation à l'assemblée générale pour éclairer le vote sur les résolutions les plus contestées.

Des progrès restent néanmoins à faire s'agissant de la lisibilité de l'information fournie sur la politique de rémunération des dirigeants et sur les conventions réglementées.



Autres constats

L'AMF relève l'existence de **contrats**, parfois confidentiels, **conclus entre les actionnaires et les dirigeants** (ie. rémunération liée à la valeur de sortie de la participation cédée par un actionnaire).

- L'AMF invite l'AFEP, le MEDEF et le HCGE à réfléchir aux mesures appropriées pour que le conseil d'administration et les actionnaires puissent avoir connaissance de tels accords et que les conflits d'intérêts éventuels soient encadrés.

Elle fait part également d'un certain nombre **d'autres constats relevés dans le cadre de l'instruction des documents de référence** et notamment sur les contrats de prestation de services, l'indépendance des administrateurs, et la valorisation des rémunérations long terme en tout ou partie indexées sur le cours de bourse.





Gr

Contacts :

Franck Bernauer

Avocat Associé, Head of Legal

KPMG Avocats

Tél : +33 1 55 68 48 13

E-mail : fbernauer@kpmgavocats.fr

Jean-Sébastien Puthod

Directeur de missions, Capital Markets

KPMG

Tél : +33 1 55 68 75 30

E-mail : jputhod@kpmg.fr

Contact publication :

Pour abonner une de vos relations professionnelles, recevoir la Lettre de la Gouvernance en format électronique uniquement, changer vos coordonnées, adressez-nous un e-mail à : lettrekpmgdgouvernance@kpmg.fr

Pour retrouver les numéros précédents :

<https://home.kpmg/fr/fr/home/insights/2016/07/la-lettre-de-la-gouvernance0.html>

Vos données personnelles sont traitées par KPMG S.A, agissant en qualité de responsable de traitement, aux fins d'information Elles sont exclusivement destinées à KPMG*, et dans certains cas à ses partenaires et à ses sous-traitants. Vos données sont susceptibles d'être transférées vers un pays tiers. Ce transfert est effectué conformément à des garanties appropriées. Vos données personnelles sont conservées durant au moins trois ans.

Vous disposez d'un droit d'accès et de rectification aux données vous concernant, d'un droit de suppression, d'un droit à la portabilité, d'un droit de donner des directives sur le sort de vos données en cas de décès, d'un droit à la limitation du traitement de vos données, du droit de vous opposer à leur traitement, ainsi que d'un droit d'introduire une réclamation auprès de la CNIL. Vous pouvez exercer vos droits et demander une copie des garanties appropriées en vous rendant sur le site KPMG.FR rubrique « gérer vos données ».

Vous avez la possibilité de vous désabonner de nos communications en envoyant un email à fr-privacy@kpmg.fr ou à l'adresse postale suivante : À l'attention du DPO – Tour Egho – 2 Avenue Gambetta, 92066 Paris La Défense.

* « KPMG » désigne KPMG S.A, une société anonyme de droit français, dont le siège social se situe à Tour Egho, 2 avenue Gambetta CS 60055 – 92066 Paris La Défense Cedex, les entités qu'elle détient et contrôle en France, ainsi que KPMG Associés, KPMG Academy, KPMG Avocats, et la Fondation d'entreprise KPMG France »

Les informations contenues dans ce document sont d'ordre général et ne sont pas destinées à traiter les particularités d'une personne ou d'une entité. Bien que nous fassions tout notre possible pour fournir des informations exactes et appropriées, nous ne pouvons garantir que ces informations seront toujours exactes à une date ultérieure. Elles ne peuvent ni ne doivent servir de support à des décisions sans validation par les professionnels ad hoc. KPMG S.A. est le membre français du réseau KPMG International constitué de cabinets indépendants adhérents de KPMG International Cooperative, une entité de droit suisse (« KPMG International »). KPMG International ne propose pas de services aux clients. Aucun cabinet membre n'a le droit d'engager KPMG International ou les autres cabinets membres vis-à-vis des tiers. KPMG International n'a le droit d'engager aucun cabinet membre.

© 2019 KPMG S.A., société anonyme d'expertise comptable et de commissariat aux comptes, membre français du réseau KPMG constitué de cabinets indépendants adhérents de KPMG International Cooperative, une entité de droit suisse. Tous droits réservés. Le nom KPMG et le logo sont des marques déposées ou des marques de KPMG International. Imprimé en France. Conception - Réalisation : KPMG - Studio OLIVER – Décembre 2019.