



---

## RÉPONSE DU CCBE AU LIVRE VERT SUR LE CADRE EUROPÉEN DE GOUVERNANCE DES ENTREPRISES

---

---

## Réponse du CCBE au livre vert sur le cadre européen de gouvernance des entreprises

---

Le Conseil des barreaux européens (CCBE) est l'organe représentatif d'environ un million d'avocats européens, appartenant aux barreaux qui en font partie, dans 31 pays membres effectifs et 11 pays associés et observateurs.

The CCBE soumet les commentaires suivants en réponse au livre vert sur le cadre européen de gouvernance des entreprises.

### REMARQUES PRELIMINAIRES

Le CCBE soutient l'initiative de la Commission européenne engageant une réflexion sur les sujets de gouvernance d'entreprise. La crise économique et financière a sans doute rappelé le besoin de prolonger l'action qui a été entreprise en la matière.

Le CCBE souhaite toutefois rappeler que l'implication des actionnaires dans la vie sociale de l'entreprise doit relever d'un choix discrétionnaire et non d'une obligation. Il est essentiel que l'investissement demeure libre et que les actionnaires n'aient pas l'obligation, s'ils souhaitent rester passifs, de participer activement aux prises de décisions. Dans ce contexte, le CCBE est réservé sur l'opinion de la Commission selon laquelle « *le cadre régissant la gouvernance d'entreprise part de l'hypothèse que les actionnaires s'impliquent dans l'entreprise et veillent à ce que la direction rende compte de ses résultats. Or il apparaît que la plupart des actionnaires restent passifs et ne s'intéressent souvent qu'aux seuls bénéficiaires à court terme* ». Ce postulat doit, à tout le moins, être relativisé car il y convient de distinguer la situation des actionnaires minoritaires (qui probablement ne souhaitent pas s'investir) du cas des investisseurs institutionnels. Il est fondamental que les actionnaires - qu'ils soient passifs ou actifs - bénéficient d'une stricte égalité d'information afin d'adopter des décisions de façon éclairée sans pour autant mettre à leur charge une obligation de « *participation active* » à la vie de l'entreprise.

Le CCBE constate, par ailleurs, que certains sujets abordés par le Livre Vert tels que le rôle des gestionnaires d'actifs ou encore les « *proxy advisors* », pour intéressants qu'ils soient, relèvent davantage de la régulation que de la gouvernance d'entreprise à proprement parler. Ils reviennent à créer une confusion entre la gouvernance d'entreprise de la société dans laquelle il est investi et la gouvernance d'entreprise de l'actionnaire lui-même.

Enfin, le CCBE regrette que certaines questions, pourtant étroitement liées à la gouvernance d'entreprise, n'aient pas été soulevées par la Commission telles que :

- l'étendue des pouvoirs du Conseil d'administration : le Conseil d'administration devrait-il, pour assumer pleinement son rôle de contrôle, avoir le pouvoir de convoquer discrétionnairement les dirigeants afin que ces derniers s'expliquent sur certains éléments de leur gestion ?
- la prévention des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration : des mesures devraient-elles être prises pour empêcher, par exemple, à certains tiers ayant des relations commerciales avec la société - fournisseurs, banquiers, etc. - de siéger au sein des Conseils d'administration ?
- la responsabilité des administrateurs : cette responsabilité devrait-elle être collective ou individuelle ? Un administrateur est-il tenu à des devoirs de diligence et doit-il manifester explicitement son désaccord en cas de conflit avec les autres membres du Conseil ?

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

Réponse du CCBE :

L'émergence de sociétés dont la capitalisation boursière est peu importante, voire l'introduction de telles sociétés sur des marchés dits « *organisés* » rend nécessaire d'élaborer des règles de gouvernance adaptées à la taille des sociétés cotées.

En effet, certains principes de gouvernance tels que la diversité au sein des Conseils d'administration sont inadaptés à l'organisation et aux spécificités des sociétés cotées de dimensions modestes.

Un système de seuils, exprimé en nombre de salariés, et/ou en fonction du chiffre d'affaires, pourrait être utilement mis en place pour faire une application différenciée des règles de gouvernance d'entreprise.

La gouvernance d'entreprise pourrait également s'appliquer de façon adaptée non seulement en fonction de la taille de société mais également du secteur d'activité de la société ou de son secteur géographique d'intervention.

Le CCBE juge néanmoins qu'il devrait exister un socle de règles, auxquelles il devrait être interdit de déroger, applicables à toutes les sociétés cotées sans distinction. A titre d'illustration, l'application du principe « *comply or explain* » devrait demeurer applicable à l'ensemble des sociétés cotées de même que les principes relatifs à la responsabilité sociale des entreprises.

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

Réponse du CCBE :

Selon le CCBE, la Commission pourrait suggérer l'application par les sociétés non cotées de codes de gouvernement d'entreprise. Cette démarche s'inscrirait d'ailleurs dans le prolongement des principes posés par la Commission européenne aux termes de son « *Small Business Act* ».

Bien entendu, devraient être concernées exclusivement les sociétés dont le chiffre d'affaires, le nombre de salariés et/ou le nombre d'actionnaires sont significatifs. L'approche retenue par la Commission devrait par ailleurs nécessairement reposer sur une application volontaire des codes de gouvernement d'entreprise par les sociétés non cotées.

Conseils d'administration

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

Réponse du CCBE :

Le CCBE juge souhaitable qu'une dissociation des fonctions de président du Conseil d'administration et de directeur général soit imposée aux sociétés cotées d'une taille significative. En effet, celle-ci

participe à une meilleure sécurité juridique et à un contrôle efficace de la direction générale par le conseil d'administration. Le président du conseil d'administration pourrait ainsi bénéficier de pouvoirs propres de vérification et de contrôle de la direction générale dont il devrait ensuite rendre compte au conseil d'administration.

Néanmoins, cette séparation devrait pouvoir être rejetée par le vote des actionnaires afin de laisser aux émetteurs la liberté de s'adapter aux spécificités de leur organisation et de leurs activités.

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

Réponse du CCBE :

Selon le CCBE, il est essentiel que les sociétés cotées déclarent publiquement quelles sont les compétences recherchées au sein de leurs Conseils d'administration.

Néanmoins, les sociétés devraient rester libres de choisir quelles sont les qualités qu'elles entendent privilégier au sein de leurs Conseils d'administration, en fonction des spécificités de leurs organisations et de leurs secteurs d'activité. Les sociétés devraient expliquer, le cas échéant, pourquoi elles n'ont pas suivi les politiques de recrutement qu'elles avaient précédemment déclarées.

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

Réponse du CCBE :

Le CCBE juge nécessaire que les sociétés cotées rendent public leur politique de diversité homme-femmes et qu'elles fassent état, dans leur rapport annuel, de la manière dont elles ont appliqué cette politique.

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

Réponse du CCBE :

Dans la mesure où la présence de femmes siégeant au sein des conseils d'administration des sociétés européennes demeure encore faible, le CCBE estime souhaitable la promotion des femmes dans les conseils d'administration.

Aussi, le CCBE se prononce en faveur de l'instauration de quotas au sein des sociétés cotées. Ceux-ci devraient être déterminés d'abord à un seuil relativement bas et praticable (20% par exemple) pour ensuite progresser dans le temps. L'application de ce quota devrait être optionnelle, sur le modèle du « comply or explain », pendant une période transitoire de trois ans, puis devenir ensuite contraignant.

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

Réponse du CCBE :

Sur le principe, le CCBE est favorable à une limitation du nombre de mandats des administrateurs non-exécutifs lesquels mènent, en règle générale, une activité parallèle à temps plein. En effet, la disponibilité des administrateurs est un élément essentiel au bon fonctionnement du Conseil d'administration. Le CCBE s'accorde sur le fait que cette limitation ne devrait concerner que les sociétés cotées.

Le CCBE est néanmoins divisé sur la question du nombre maximum de mandats qui devrait être imposé par la loi.

Certains membres font valoir qu'une limitation présente le risque de priver les entreprises de l'expérience d'une personnalité expérimentée exerçant de nombreux mandats du fait par exemple d'une longue carrière. Par ailleurs, ils estiment qu'il est impossible d'arrêter un chiffre maximum compte tenu des spécificités de chaque société et des personnalités de chaque administrateur (e.g. leur capacité d'organisation, leur connaissance du secteur, etc.) Aussi, considèrent-ils que l'Union européenne devrait seulement introduire une présomption d'indisponibilité à partir de cinq mandats cumulés, pour laisser une certaine flexibilité aux sociétés. L'administrateur cumulant plus de cinq mandats pourrait alors avoir à justifier du temps consacré à sa fonction d'administrateur.

D'autres membres considèrent néanmoins que les sociétés ne sont pas assez fermes vis-à-vis de leurs administrateurs passifs et qu'il appartient au législateur de fixer les règles en la matière. Il est aussi proposé de :

- recommander une limitation du nombre de mandats qu'un même administrateur peut détenir dans des sociétés établies dans l'Union Européenne (limite générale), par exemple à cinq ;
- étendre cette limitation à tous les mandats exercés dans des sociétés commerciales, quelle que soit leur forme sociale et le lieu de leur siège social ;
- par exception, autoriser sans limitation les mandats détenus au sein de sociétés appartenant au même groupe, de telle sorte qu'ils ne seraient pas pris en compte pour l'appréciation des limites générale et spécifique citées ci-dessus.

Par ailleurs, l'ensemble des membres du CCBE considère qu'il serait judicieux d'exiger des sociétés cotées de déclarer publiquement la disponibilité et le temps que l'exercice des fonctions d'administrateur non-exécutif exigera au cours de l'exercice.

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

Réponse du CCBE :

Oui. L'évaluation périodique des travaux du conseil d'administration et l'intervention de consultants extérieurs est de plus en plus recommandée par des codes de gouvernement d'entreprise.

Selon le CCBE, la réglementation ne doit pas rendre obligatoire une évaluation du fonctionnement du conseil d'administration par un évaluateur externe. Il doit s'agir d'une simple faculté laissée à la discrétion du conseil d'administration ou de ses comités, auxquels il convient de donner les moyens (y compris financiers) de recourir à des experts externes.

Le CCBE considère que cette évaluation pourrait être menée par les auditeurs internes de la société ou par ses avocats ou conseils juridiques. Ces deux types d'acteurs sont en effet déjà familiarisés avec le fonctionnement de la société. Il est impératif néanmoins qu'ils soient tenus au même degré de confidentialité que les membres du Conseil d'administration. Cette évaluation externe, pour être

réellement efficace, ne devrait pas être publiée et devrait même bénéficier du secret professionnel ce qui interdirait notamment son utilisation à d'autres fins, par exemple dans le cadre d'une procédure judiciaire. Néanmoins, rien ne s'opposerait à ce que la société rende public les principaux résultats et recommandations qui ressortent de cette évaluation (par exemple, dans son rapport annuel).

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

Réponse du CCBE :

La directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation ainsi que Règlement européen (CE) n° 809/2004 de la Commission mettant en œuvre cette directive ont accru l'obligation de transparence des éléments de rémunération des dirigeants.

Un rapport annuel décrivant spécifiquement la politique de rémunération collective des administrateurs exécutifs et non exécutifs serait de nature à accroître la transparence et à limiter les risques d'abus. La majorité des membres du CCBE estime néanmoins qu'il ne devrait pas être exigé que ce rapport fasse mention des rémunérations individuelles des administrateurs. Certains membres du CCBE plaident pour que les sociétés cotées soient néanmoins tenues de publier une « fourchette » des rémunérations individuelles, ce qui permettrait de ne pas stigmatiser les administrateurs tout en informant de manière transparente les actionnaires et le marché.

L'obligation de publier un tel rapport ne devrait, par ailleurs, peser que sur les sociétés cotées et être étendue à l'ensemble des Etats membres.

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

Réponse du CCBE :

Le vote des actionnaires sur les politiques de rémunération se situe au cœur de deux impératifs : d'une part, il s'agit de ne pas créer une relation d'opposition et de défiance entre les actionnaires et leurs dirigeants dont le sujet des rémunérations peut être à l'origine ; d'autre part, il est légitime que les actionnaires soient parfaitement informés de la rémunération des dirigeants. Dans ce contexte, certains membres du CCBE considèrent qu'il n'appartient pas aux actionnaires de voter sur la politique de rémunération des administrateurs. Pour toutefois éviter que la rémunération des administrateurs ne soit fixée discrétionnairement par les conseils d'administration, il conviendrait néanmoins que les actionnaires puissent donner leur avis sur les questions intéressant les rémunérations des administrateurs, uniquement à titre consultatif et soient ainsi en mesure d'exprimer leur désaccord sur la politique de rémunération mise en œuvre. D'autres membres du CCBE jugent nécessaire que la politique de rémunération fassent l'objet d'un rapport détaillé soumis obligatoirement au vote des actionnaires.

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

Réponse du CCBE :

Les risques « environnementaux » et « sociaux » peuvent constituer une source de responsabilité considérable pour les émetteurs et il appartient, en premier lieu, à la direction générale de l'entreprise d'en assumer la responsabilité.

En revanche, la définition d'une politique de gestion des risques de l'entreprise, qu'il s'agisse de risques financiers ou non financiers, incombe au Conseil d'administration.

Le Conseil d'administration ne peut en pratique contrôler chacune des décisions de la direction générale. Pour éviter néanmoins que l'exécutif ne prenne des risques significatifs, il serait judicieux d'affirmer que le Conseil d'administration a, dans le cadre de sa mission de contrôle de l'exécutif, l'obligation de :

- (i) identifier les risques de l'entreprise y compris les risques sociaux et environnementaux ;
- (ii) mettre en place une politique de gestion des risques efficaces ;
- (iii) instaurer les outils de contrôle interne suffisants pour prévenir les déficiences de la politique de gestion de risques ;
- (iv) prendre des mesures complémentaires pour vérifier ponctuellement que ces outils de contrôle interne fonctionnent ;
- (v) rendre compte aux actionnaires de la politique de gestion des risques (intégrant l'ensemble des éléments visés aux points (i) à (iv) ci-dessus).

Cette obligation devrait être analysée comme une obligation de moyen afin qu'il ne pèse pas sur les administrateurs une responsabilité trop lourde, risquant de décourager certaines personnes d'assumer la fonction d'administrateur.

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

Réponse du CCBE :

Oui. Voir réponse 11 ci-dessus. Le contrôle interne doit relever de la responsabilité du conseil d'administration ou du président du conseil d'administration.

### Actionnaires

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

Réponse du CCBE :

Selon le CCBE, il serait sans doute souhaitable d'engager une réflexion sur la périodicité des publications financières lesquelles peuvent encourager au « court-termisme » imputé aux investisseurs. En outre, il pourrait être engagé une réflexion sur l'insuffisance actuelle des normes

**Conseil des barreaux européens – Council of Bars and Law Societies of Europe**

*association internationale sans but lucratif*

Avenue de la Joyeuse Entrée 1-5 – B 1040 Brussels – Belgium – Tel.+32 (0)2 234 65 10 – Fax.+32 (0)2 234 65 11/12 – E-mail ccbe@ccbe.eu – www.ccbe.eu

24/06/2011

comptables à valoriser les actifs immatériels, tel que, par exemple, le « capital humain de l'entreprise ».

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

Réponse du CCBE :

Le CCBE considère tout d'abord que cette question ne relève pas directement de la gouvernance d'entreprise. Il s'agit avant tout d'un sujet de régulation des activités de gestionnaires d'actifs.

En toute hypothèse, le CCBE ne juge pas souhaitable d'encadrer les modalités de rémunération des gestionnaires d'actifs. Les investisseurs et les gestionnaires d'actifs doivent pouvoir déterminer librement les structures d'incitation mises en place au regard de la performance réalisée et des risques entrepris.

En revanche, les investisseurs (qu'il s'agisse d'investisseurs de long terme ou de court terme) doivent pouvoir être parfaitement informés de la politique et de la stratégie d'investissement suivies par les gestionnaires d'actifs.

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

Réponse du CCBE :

Oui. Comme évoqué aux termes de la réponse précédente, il est essentiel que les investisseurs bénéficient d'une information complète et précise sur la stratégie que le gestionnaire entend mettre en œuvre.

Le succès de certains fonds dits « éthiques » (encore appelés « *fonds socialement responsables* ») dont les stratégies d'investissements reposent non seulement sur des critères quantitatifs de rentabilité mais également sur des critères qualitatifs (investissement dans certains secteurs, activités ou zones géographiques en voie de développement) démontre que les investisseurs peuvent être séduits par d'autres motivations que la rentabilité à court terme.

Les gestionnaires d'actifs devraient présenter à leurs investisseurs, avant toute souscription, leurs politiques de vote, leur communiquer leurs éventuelles mises à jour et leur rendre compte annuellement de la manière dont ils ont mis en œuvre ces politiques. Dans le cas où les gestionnaires n'ont pas exercé ces droits de vote, ils devraient être sommés d'expliquer à leurs investisseurs les raisons de cette décision.

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

Réponse du CCBE :

Là encore, le CCBE considère que cette question ne relève pas directement de la gouvernance d'entreprise mais intéresse la réglementation même des gestionnaires d'actifs.

Néanmoins, selon le CCBE, l'existence de conflits d'intérêts entre d'une part, un gestionnaire d'actifs et d'autre part, une société de son groupe ayant des relations commerciales avec l'entité dans

**Conseil des barreaux européens – Council of Bars and Law Societies of Europe**

*association internationale sans but lucratif*

Avenue de la Joyeuse Entrée 1-5 – B 1040 Brussels – Belgium – Tel.+32 (0)2 234 65 10 – Fax.+32 (0)2 234 65 11/12 – E-mail [ccbe@ccbe.eu](mailto:ccbe@ccbe.eu) – [www.ccbe.eu](http://www.ccbe.eu)

24/06/2011



laquelle ledit gestionnaire investit est de nature à altérer tant la politique d'investissement du gestionnaire d'actifs que la politique commerciale de l'autre société.

Le principe d'une séparation stricte entre les activités de négociation de titres et les activités de conseil au sein des établissements de crédit existe déjà. Néanmoins, le CCBE estime que la publication des éventuels conflits d'intérêts d'un gestionnaire d'actifs doit être encouragée.

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

Réponse du CCBE :

Cette question soulève deux problématiques distinctes :

- *Celle de la coopération entre les actionnaires et la société* : le CCBE partage l'opinion de la Commission selon laquelle la participation des actionnaires à la vie de la société doit être encouragée, notamment dans un contexte d'actionnariat transnational. A cet égard, la mise en ligne de projets de résolution et la publication des modalités de participation des actionnaires serait de nature à accroître la participation des actionnaires étrangers. Pour que ces derniers soient véritablement impliqués, il est impératif que l'information soit donnée dans la langue d'origine de la société mais aussi dans une langue communément admise par la communauté financière.
- *Celle de la coopération entre actionnaires* : si l'échange d'informations sur la société doit être encouragé, il convient de rappeler qu'il rencontre deux limites. La première est d'ordre pratique, dans la mesure où les actionnaires ne disposent pas d'informations sur les autres actionnaires (coordonnées, profils, etc...). La seconde est d'ordre juridique puisque, pour les sociétés cotées, un échange d'informations qui se matérialise par une politique commune pourra être qualifié d'« *action de concert* » avec les conséquences que cela entraîne. A cet égard, il est sans doute difficile d'aboutir une définition européenne de la notion d'« *action de concert* », situation résultant d'une appréciation de circonstances de fait. En revanche, il serait souhaitable, dans un souci de sécurité juridique, de déterminer une « définition négative » de l'action de concert au niveau communautaire en précisant les situations qui ne sont pas constitutives d'une « *action de concert* ».

**(18) La législation de l'UE devrait-elle imposer aux « proxy advisors » d'être plus transparents, par exemple sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et/ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite ? Dans l'affirmative, quelle est la meilleure manière de procéder ?**

Réponse du CCBE :

Le CCBE considère que cette question ne relève directement pas de la gouvernance d'entreprise mais intéresse la réglementation des activités des « *proxy advisors* ». La Commission européenne pourrait d'ailleurs engager une réflexion sur ces activités comme elle l'a fait pour les agences de notation.

En toute hypothèse, le CCBE juge opportun que cette activité soit davantage régulée. Les « *proxy advisors* » qui émettent des recommandations de votes sont exposés à un très grand nombre de conflits d'intérêts en raison de leur activité parallèle de conseil aux sociétés mais aussi de leurs liens d'intérêts avec des groupes spécifiques d'actionnaires.

Il est essentiel par ailleurs que les « *proxy advisors* » soient transparents sur les critères utilisés pour analyser les résolutions et émettre les recommandations de votes. Les critères employés étant nombreux, la transparence implique qu'ils se prononcent publiquement et préalablement sur la valeur conférée à chacun des critères, de manière à ce que les investisseurs soient en mesure de distinguer quelles politiques de vote correspondent le mieux à leurs profils et à leurs intérêts. A cet égard, il est également souhaitable d'améliorer la communication et les échanges entre un émetteur et les « *proxy*

*advisors* ». En pratique, il n'est pas rare d'observer que les « *proxy advisors* » émettent des recommandations de voter à l'encontre de certaines résolutions (probablement, en raison de politiques de votes préétablies de la part des « *proxy advisors* ») alors que l'émetteur est en mesure de justifier le sens de la résolution soumise aux votes de ses actionnaires (lesquels d'ailleurs l'acceptent dès lors que la société a pu leur expliquer les motifs de la résolution).

**(19) Estimez-vous que d'autres mesures (législatives) sont nécessaires, qui restreindraient par exemple la possibilité pour les « proxy advisors » de fournir des services de conseil aux sociétés détenues ?**

Réponse du CCBE :

Le CCBE estime que les « *proxy advisors* » ne devraient pas être autorisés à délivrer des conseils et émettre des recommandations à l'égard d'une même société. La coexistence d'activité d'analyse et de conseil ne devrait néanmoins pas être prohibée si une même société ne bénéficie pas des deux services sous réserve, par exemple, que ces deux activités ne soient pas fournies à deux sociétés concurrentes.

Il est primordial par ailleurs de promouvoir le dialogue entre les agences et les émetteurs pour favoriser la connaissance de l'émetteur par l'agence et éviter que les recommandations des « *proxy advisors* » ne fassent l'objet de manipulations et soient à l'origine de perturbations sur le marché, préjudiciables à la société et in fine aux actionnaires. Comme indiqué à la question 18, il serait opportun d'améliorer les échanges entre les émetteurs et les « *proxy advisors* ».

Ce dialogue peut passer par l'introduction du contradictoire dans l'élaboration des recommandations : les sociétés pourraient exiger, lorsqu'elles le souhaitent, d'être prévenues en avance des avis négatifs et ainsi être en mesure de fournir leurs commentaires. Le dialogue peut aussi simplement passer par la reproduction, dans chaque avis, de la réponse de l'émetteur – ou au moins d'un lien renvoyant à cette réponse.

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

Réponse du CCBE :

Les émetteurs peuvent avoir aujourd'hui une bonne connaissance de leur actionnariat grâce aux obligations de déclarations de franchissements de seuils et de déclarations d'intention.

Pour connaître leur actionnariat de manière plus détaillée, ils sont obligés de recourir à des procédures spécialisées, comme en France le service Titre au Porteur Identifiable (TPI), qui ont pour limite qu'elles ne permettent de demander la liste des détenteurs du titre qu'aux dépositaires nationaux. Une disposition européenne, autorisant les dépositaires centraux des Etats membres à transmettre des demandes à tous les dépositaires européens, permettrait aux émetteurs d'avoir une connaissance encore plus approfondie de leur actionnariat.

Les dépositaires devraient être tenus de transmettre, moyennant rémunération par l'émetteur, les informations suivantes :

- la dénomination du détenteur de titre ;
- sa nationalité ;
- son adresse ;

- la quantité de titres détenue par lui et, le cas échéant, les restrictions dont les titres peuvent être frappés.

L'instauration d'un tel mécanisme, si elle présente des intérêts pour l'émetteur, risque de ne pas avoir d'impact structurel sur la gouvernance d'entreprise. Dans la pratique, on voit aujourd'hui que l'identification des actionnaires est extrêmement coûteuse et que les émetteurs y ont recours moins pour entretenir un dialogue privilégié avec leurs investisseurs que pour promouvoir de manière ciblée leurs stratégies face à des actionnaires activistes.

Pour favoriser la coopération entre les actionnaires, les émetteurs pourraient envisager de remettre à leurs actionnaires une clef d'identification avec des codes sécurisés leur permettant d'accéder à un forum de discussion. Ce forum donnerait la possibilité aux investisseurs de dialoguer sur la gestion de la société mais aussi d'accéder tous à la même information sous réserve naturellement des questions touchant au secret de la vie des affaires. Cette coopération trouve également ses limites dans l'« *action de concert* », comme cela a été évoqué à la question 17.

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

Réponse du CCBE :

Les associations de défense de minoritaires et les proxy advisors sont devenus, au fil des années, de véritables porte-voix pour les actionnaires minoritaires. Ils leur permettent de bénéficier d'un meilleur accès à l'information et de faire valoir davantage leurs intérêts auprès des actionnaires de contrôle.

Pour que les actionnaires de contrôle n'aient pas une voix disproportionnée dans l'orientation de l'entreprise, le problème n'est pas en réalité de représenter les "actionnaires minoritaires" en tant que tels, mais de faire en sorte que :

- tous les administrateurs de l'entreprise aient bien la charge de représenter l'intérêt collectif de l'ensemble des actionnaires, et non de l'un d'entre eux. De ce point de vue, la meilleure protection est la présence du plus grand nombre possible, c'est-à-dire à proportion au moins de l'actionnariat minoritaire, d'administrateurs indépendants, indépendants du management de l'entreprise mais surtout des actionnaires de contrôle.
- les actionnaires minoritaires votent effectivement pour limiter l'absentéisme. Le législateur européen doit encourager l'exercice des droits de vote par correspondance ou par l'intermédiaire d'un mandataire. C'est en effet l'absentéisme des actionnaires minoritaires qui permet à certains actionnaires d'exercer un contrôle « *de fait* » des assemblées générales.

En toute hypothèse, la question des droits des minoritaires doit relever des Etats Membres.

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

Réponse du CCBE :

Les transactions entre parties liées sont de nature à créer des conflits d'intérêts qui justifient une protection accrue des actionnaires minoritaires.

Selon le CCBE, plusieurs mesures seraient susceptibles d'encadrer les transactions entre parties liées et les risques qu'elles peuvent engendrer :

- Ces conventions devraient faire l'objet d'une autorisation préalable à leur conclusion étant précisé que les parties intéressées ne pourraient prendre part au vote ;

- L'établissement d'un rapport d'un expert indépendant pour les transactions les plus significatives ; en pratique, il n'est pas rare d'observer dans les groupes de sociétés que les transactions significatives sont précédés d'une attestation d'équité remise par un expert indépendant ;

Avant d'adopter des mesures en la matière, l'Union européenne devrait néanmoins s'assurer que des règles régissant les transactions entre parties liées puissent être mises en œuvre en pratique. A minima, ces règles pourraient faire l'objet d'une Recommandation, ce qui laisserait alors aux Etats membres la liberté de déterminer les modalités de cet encadrement.

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

Réponse du CCBE :

Il est souhaitable de promouvoir la participation des salariés au capital dans la mesure où celle-ci constitue non seulement une source de revenus supplémentaire pour les salariés mais aussi un moyen, pour les émetteurs, de constituer un actionariat fidèle et stable par nature.

Les mesures à prendre doivent néanmoins relever du choix discrétionnaire des Etats-membres.

**Contrôle et mise en oeuvre des codes de gouvernance d'entreprise**

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

Réponse du CCBE :

Le CCBE rappelle que les codes de gouvernement d'entreprise constituent une source de « *soft law* » pour les émetteurs. Il est d'ailleurs souhaitable que les recommandations proposées par les codes de gouvernement d'entreprise puissent être appliquées volontairement par les sociétés cotées. Une telle solution offre aux sociétés la faculté de déterminer leur mode de gouvernance en les adaptant aux spécificités de leurs organisations et de leurs activités.

Dans ce contexte, le CCBE serait d'avis que chaque société cotée détermine le code de gouvernement d'entreprise auquel elle choisit librement de se référer en matière de gouvernance. Toutefois, la société serait parfaitement libre de déroger à certains points particuliers dudit code de gouvernement d'entreprise sous réserve d'une part, de justifier des motifs ayant conduit à écarter l'application d'une ou plusieurs recommandations et d'autre part, d'indiquer les principes mis en place en lieu et place.

Un grand nombre de rapports annuels contient aujourd'hui des justifications qui, au travers de formules laconiques (« *la société juge qu'il n'est pas opportun de se conformer à cette disposition du Code* ») n'expliquent pas réellement pourquoi les sociétés n'ont pas souhaité se conformer aux dispositions du code de gouvernance d'entreprise appliqué. Il serait ainsi judicieux de demander aux organisations promulguant ces codes de gouvernement d'entreprise de fournir des exemples de bonnes et mauvaises justifications afin que les sociétés se trouvent incitées à donner davantage de détails sur les motifs de leur éventuelle dérogation aux règles de gouvernance.

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

Réponse du CCBE :

Le CCBE ne juge pas souhaitable de confier aux autorités de régulation le soin de vérifier les informations fournies par les émetteurs en matière de gouvernance d'entreprise.

En France, l'Autorité des marchés financiers publie annuellement un rapport consacré à la gouvernance d'entreprise. Ce rapport détaille, au regard d'un échantillon anonyme de sociétés cotées, les pratiques observées en matière de gouvernement d'entreprise et formule, à cette occasion, un certain nombre de recommandations.

Il semble qu'une approche globale doit en effet être privilégiée pour plusieurs raisons :

- en premier lieu, il n'incombe pas (et il ne doit pas incomber) à une autorité de régulation de vérifier l'application de règles non-contraignantes formulées dans des codes de gouvernement d'entreprise (ou alors, il faudrait que ce rôle incombe aux organisations qui émettent ces codes de gouvernement d'entreprise lesquelles veilleraient également à leur application) ;
- en deuxième lieu, le manque de transparence d'un émetteur au regard de ses règles de gouvernance doit être, le cas échéant, directement sanctionné par le marché (et notamment par les « *proxy advisor* » qui ne manqueront pas d'en faire état dans leurs recommandations) ;
- enfin, cette démarche aurait inmanquablement pour effet d'uniformiser les modes de gouvernance des sociétés dès lors que les déclarations de gouvernement d'entreprise seraient soumises à l'appréciation d'une autorité de contrôle unique.

\*\*\*