

Nadira KAYOUECH

MÉMOIRE D'ADMISSION  
MAGISTÈRE DE JURISTE D'AFFAIRES – DJCE  
MASTER 2 PROFESSIONNEL JURISTE D'AFFAIRES

**L'INTRODUCTION DU VOTE DE « SAY ON PAY » EN FRANCE À LA  
LUMIÈRE DES RÉFORMES BRITANNIQUE ET AMÉRICAINE**

Sous la direction de Monsieur le Professeur Michel Germain



**Université Panthéon-Assas  
Paris II**

Année 2012/2013

**« L'Université Panthéon Assas (Paris II) Droit-Economie-Sciences sociales n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs. »**

## SOMMAIRE

Sommaire .....	3
Introduction.....	4
Partie 1 : L'introduction du dispositif de vote sur la rémunération des dirigeants au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en France .....	9
§1. Les débats sur l'introduction du vote de say-on-pay.....	9
§2. L'adoption du say-on-pay au sein des ordres juridiques nationaux.....	17
§3. Les modalités du vote de say-on-pay.....	32
Partie 2 : Enjeux et problématiques du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants .....	44
§1. Le bilan des années d'application du vote de say-on-pay.....	44
§2. L'influence du say-on-pay sur la répartition des pouvoirs au sein de la société.....	56
§3. Actions en justice sur le fondement du say-on-pay.....	67
Conclusion.....	72
Bibliographie.....	73
Plan détaillé.....	77
Annexes.....	79

## INTRODUCTION

« *Le contrôle de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées est un sujet d'actualité qui apparaît de manière récurrente et opportune à chaque fois qu'une situation de crise ou un scandale financier se trouve relayé par les médias* »<sup>1</sup>.

Scandales des parachutes dorés ou scandales des bonus, le sujet ne manque pas de médiatisation. Économique et social, il est également politique : en 2006 à Agen, le candidat à l'élection présidentielle Nicolas Sarkozy manifestait le souhait que les dirigeants « assument leur rémunération devant les salariés » et que leur rémunération « soit publiquement approuvée par l'assemblée générale des actionnaires ».

Cette approbation par les actionnaires sur la rémunération des dirigeants, aussi appelée « say-on-pay »<sup>2</sup>, littéralement « s'exprimer sur la rémunération », se situe au cœur des débats sur la gouvernance d'entreprise<sup>3</sup>. Cette expression définit « *les relations entre la direction d'une société, son conseil d'administration, ses actionnaires et les autres parties prenantes. Elle détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus* »<sup>4</sup>. L'efficacité de cette gouvernance permet de favoriser l'intérêt social et celui des actionnaires, afin que la société soit plus compétitive et viable à long terme, et d'assurer la confiance nécessaire au bon fonctionnement de marché. Si longtemps, la question relevait surtout de la responsabilité et de la gestion de la société, des règles internationales, européennes et nationales ont peu à peu dressé un cadre avec des normes à respecter. Ainsi, le régime de gouvernance d'entreprise dépend de divers facteurs : tout en s'inscrivant dans un cadre juridique et institutionnel, le contexte concurrentiel et économique impose à la société de prendre en compte tant les pratiques mises en œuvres par les sociétés concurrentes, que des facteurs immatériels comme sa réputation.

Mais l'introduction d'un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants renvoie également, de façon plus globale, à la conception de la société et de la répartition des

---

<sup>1</sup> Ali Bougrine et Aurélie Benac, « Les particularités du contrôle des rémunérations dans les sociétés anonymes cotées », *Journal des Sociétés*, septembre 2012.

<sup>2</sup> Littéralement « s'exprimer sur la rémunération »

<sup>3</sup> L'expression « gouvernement d'entreprise » est également employée.

<sup>4</sup> Définition de l'OCDE dans ses Principes de gouvernement d'entreprise publiés en 2004.

pouvoirs en son sein. La théorie anglo-saxonne de l'agence, ou du mandat, analyse la société comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le mandataire) engage une autre personne (le mandant) pour exécuter en son nom une tâche qui implique une délégation d'un pouvoir de décision<sup>5</sup>. Le mandataire social agissant pour le compte de l'actionnaire mandant, des mécanismes de contrôle et d'intéressement peuvent alors être mis en place pour permettre à ce dernier de s'assurer que ses intérêts sont bien poursuivis. Se pose alors plus particulièrement la question du contrôle de la rémunération des dirigeants, pour limiter le risque qu'une rémunération abusive soit versée au détriment des intérêts des actionnaires<sup>6</sup>. La gouvernance d'entreprise peut alors être conçue comme un moyen d'équilibrer les pouvoirs et les relations au sein de la société.

Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, ou en France, la mise en place d'un vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants se pose surtout pour les sociétés cotées, généralement visées en priorité par les réformes de gouvernance d'entreprise. En effet, l'actionnariat étant constitué de groupes variés et davantage dispersés que dans les sociétés non cotées, il lui est plus compliqué d'exercer un contrôle sur les actions des dirigeants.

La structure de la société anonyme qui servira ici de référence est la structure dite classique, avec un conseil d'administration et une direction managériale. Cela vaut également pour les sociétés cotées au Royaume-Uni et aux Etats-Unis qui disposent d'une structure similaire, bien que certaines particularités demeurent. De plus, il convient dès à présent de préciser que la notion de « dirigeant » recouvre le président et les membres du conseil d'administration, les membres du directoire, le directeur général et le directeur général délégué, ainsi que le président directeur général lorsque les fonctions de président et de directeur général sont occupées par la même personne.

Au sein de la société, ce sont les administrateurs qui se voient chargés de fixer la rémunération des dirigeants dits « exécutifs », mais il n'est pas rare qu'une même personne occupe ces deux fonctions, en particulier au Royaume-Uni où tous les dirigeants sont membres du conseil d'administration. Ainsi, si théoriquement, les administrateurs devraient favoriser l'intérêt social tout en offrant des rémunérations attractives afin d'attirer les meilleurs dirigeants, en pratique, leur manque d'indépendance a souvent été critiqué. A côté,

---

<sup>5</sup> Jensen et Meckling, « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, octobre 1976, Vol.3, n°4, p305-360

<sup>6</sup> Géraldine Broye et Yves Moulin, « Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises : le cas des entreprises françaises cotées », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 2010, vol. 13, issue 1, p.67-98

les actionnaires, propriétaires du capital de la société, disposent en principe de droits élémentaires tels que céder leurs actions, voter aux assemblées générales et recevoir une information suffisante pour prendre des décisions éclairées, nommer et révoquer les administrateurs et recevoir une partie des bénéfices de la société. Mais l'actionnariat ne forme pas une masse homogène : il se compose de particuliers et d'institutions dont les intérêts et objectifs diffèrent, et qui s'impliquent différemment dans la société. Les voix de certains d'entre eux se sont élevées au cours des dernières années suite aux scandales relatifs à certaines rémunérations et l'idée de les associer au processus s'est développée. Si nul n'attend des actionnaires qu'ils assument la complexe gestion des affaires de la société, doivent-ils participer aux décisions relatives à la rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants, et si oui, dans quelle mesure ?

En France, les indemnités de départ des dirigeants (parachutes dorés) ayant été vivement critiquées<sup>7</sup>, la loi Breton du 26 juillet 2005 était intervenue avec l'article L225-42-1 Com.<sup>8</sup> pour soumettre au régime des conventions réglementées<sup>9</sup> les engagements pris par les sociétés cotées au bénéfice de leurs présidents, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, correspondant à « *des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus [...] à raison de la cessation ou changement de ces fonctions* ». Cette réforme renforçait aussi la transparence au sein de ces sociétés en imposant au conseil d'administration de rendre compte dans son rapport<sup>10</sup> présenté à l'assemblée générale de ces engagements pris par la société. Par la suite, la loi TEPA du 21 août 2007<sup>11</sup> a modifié ces mêmes articles pour imposer au conseil d'administration de lier les versements de ces indemnités à des conditions de performance dans la société fixées préalablement, en laissant la définition de ces conditions au conseil d'administration. Ces versements ne peuvent guère intervenir avant que le conseil n'ait constaté le respect des conditions prévues avec publication sur son site internet dans les cinq jours de la décision<sup>12</sup>, sous peine de nullité de plein droit, avant que le projet ne soit soumis à l'approbation de l'assemblée générale en vertu de l'article L225-40 du Code de Commerce. De plus, avec la loi TEPA, les actionnaires se prononcent désormais sur ces

---

<sup>7</sup> Le 9 juin 2005, le sénateur Marcel Vidal dénonçait par exemple l'indemnité de départ de 40 millions d'euros dont bénéficiait le PDG de Carrefour.

<sup>8</sup> L225-90-1 Com. pour les sociétés sous forme duale.

<sup>9</sup> L225-38 et suivants du Code de Commerce pour les sociétés anonymes sous forme classique, et L225-86 et suivants pour les sociétés anonymes sous forme duale

<sup>10</sup> Rapport visé par l'article L225-102 du Code de Commerce

<sup>11</sup> Loi 2007-1223 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat du 21 août 2007.

<sup>12</sup> Art. 1<sup>er</sup> du décret 2008-448 du 7 mai 2008

indemnités de départ avec des résolutions individuelles, dirigeant par dirigeant, et que chaque versement effectif donne aussi lieu à une publication.

Mais ces réformes, qui étaient adoptées dans l'optique de limiter les « récompenses pour l'échec » (*reward for failure*), c'est-à-dire des sommes touchées par des dirigeants pourtant considérés avoir échoué dans le redressement des performances de l'entreprise, ne concernaient ni les rémunérations reçues par les dirigeants lors de la prise de fonction (*golden hellos*), ni les rémunérations touchées lors de l'exercice de leur fonction.

Dans plusieurs Etats, la crise financière a porté le sujet des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées au cœur des débats. En plus d'être une question sociale qui déchaîne les passions<sup>13</sup>, la crise aurait révélé que d'importantes faiblesses dans la gouvernance d'entreprise avaient contribué à son développement. Mais si ces rémunérations ont augmenté de façon importante au cours des vingt dernières années, comme les indemnités de fin de contrat, ce ne sont pas les montants versés aux dirigeants qui ont posé problème en soi, mais leur discordance avec les performances de la société.

Bien qu'il ait été avancé qu'il n'appartient pas à l'Etat, dans une économie libérale, de s'immiscer dans la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, la question du vote des actionnaires sur ces rémunérations a d'abord été abordée par le Royaume-Uni. Précurseur en la matière, il a adopté la réforme en 2002, suivi par d'autres Etats dont les Etats-Unis en 2010 avec la loi Dodd-Frank. A la fin de l'année 2012, quinze Etats de l'Union Européenne se rapprochaient au moins d'une telle réforme. La France en fait partie : le projet de loi, qui aurait dû être déposé en automne 2012, a finalement été reporté à l'été 2013.

Pour instruire le sujet du vote de say-on-pay en France, il est utile de s'intéresser aux expériences étrangères et plus particulièrement aux modèles britanniques et américains. En tant que premier Etat à l'avoir adopté, se pencher sur les dix années de say-on-pay britannique enrichit le débat de nombreuses observations, d'autant plus que le Royaume-Uni se dirige actuellement vers un nouveau modèle. Il est intéressant de constater que les Etats-Unis, quant à eux, n'ont adopté que récemment et avec prudence la réforme de say-on-pay. Mais plutôt que de présenter distinctement les réformes ayant lieu dans ces trois Etats, ce mémoire s'attachera à dresser une comparaison de façon parallèle, aspect par aspect.

La présente étude a donc pour objectif d'apprécier les différents enjeux liés à l'introduction du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, en démontrant à l'aide d'une observation des expériences britannique et américaine que loin

---

<sup>13</sup> A titre d'exemple, le scandale du bonus de 16,2 millions d'euros octroyé à Maurice Lévy par Publicis avait fait l'objet de nombreux articles de presse.

de se limiter à des considérations morales ou politiques, une telle réforme touche plus profondément à la répartition même des pouvoirs au sein de la société.

Dans ce but, la première partie de ce mémoire présente le dispositif du vote de say-on-pay dans ses différentes formes (Partie 1), tandis que la seconde partie s'attarde sur l'impact et les nouveaux enjeux soulevés par celui-ci (Partie 2).



<p style="text-align: center;"><b>PARTIE 1</b></p> <p style="text-align: center;"><b>L'INTRODUCTION DU DISPOSITIF DE VOTE SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS DES SOCIÉTÉS COTÉES</b></p>
--

Après avoir fait l'objet de nombreux débats (§1), le say-on-pay est introduit dans les droits nationaux (§2), mais selon des modalités qui diffèrent d'un Etat à l'autre (§3).

### **§1. Les débats sur l'introduction du vote de say-on-pay**

Que ce soit au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en France, la question d'adopter le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées donne lieu à des arguments tranchés : les personnes interrogées sont souvent pour ou contre, rarement indifférentes. A connotation morale, le sujet est aussi politique et économique, faisant l'objet d'une large médiatisation. Et dans ces trois Etats, les arguments soulevés se rejoignent, bien que les doctrines anglo-saxonnes montrent une légère particularité. Partant du constat très critiqué de l'inadéquation entre les rémunérations des dirigeants et les performances de la société (A), c'est l'équilibre des pouvoirs au sein de celle-ci qui est remis en cause (B).

#### **A. Le constat de l'inadéquation entre rémunérations et performances**

Comme beaucoup de questions à dimension sociale, et particulièrement en temps de crise financière, la problématique de la rémunération des dirigeants est particulièrement médiatisée et il faut prendre garde à en situer les enjeux (1). L'introduction de vote de say-on-pay a été particulièrement motivée par le constat de rémunérations déconnectées des résultats de l'entreprise (2).

##### **1) Les critiques de l'opinion publique**

En France, et encore plus au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, les sommes touchées par les dirigeants des sociétés cotées se comptent en millions d'euros ou de dollars, des montants très éloignés du revenu moyen des citoyens français, britanniques ou américains. Etre

directeur général, PDG, *CEO*<sup>14</sup>, est perçu comme une fonction synonyme de pouvoir, de prestige et de richesse. Mais qui parle de richesse renvoie à une dimension sociale, aux inégalités sociales, et celui qui recherche des informations en matière de rémunération des dirigeants des sociétés cotées se heurte à un grand nombre d'articles de presse décrivant des sommes souvent présentées comme indécentes. Pour souligner leur irréalisme et montrer qu'elles sont « déconnectées de la situation financière de la société »<sup>15</sup>, ces rémunérations sont parfois comparées au smic<sup>16</sup>, et l'opinion publique manifeste son mécontentement à chaque scandale financier, que les médias relayent en grand nombre. Difficile, dès lors, de faire la part des choses et de savoir quand les critiques sont fondées, l'observateur ne pouvant que trouver ces montants indécents ou irraisonnables.

Mais ici, il ne sera pas question d'apprécier si de tels montants sont justes ou excessifs, ni d'entrer dans des considérations morales ou politiques. En effet, le débat n'est pas de savoir si telle personne gagne trop comparé au salaire moyen, puisque comme pour d'autres fonctions aux rémunérations très élevées, cette appréciation est subjective et il ne s'agit pas ici d'imposer un point de vue plutôt qu'un autre : certains s'insurgeront par exemple qu'un footballeur reçoive vingt millions d'euros par an, tandis que d'autres trouveront ce montant normal au vu de ce que les matchs remportent à leurs organisateurs. La même remarque peut être faite pour d'autres athlètes ou artistes.

Donc lorsqu'on se penche sur les raisons ayant concouru à l'introduction du vote de *say-on-pay*, il faut écarter les considérations morales ou politiques qui sont souvent personnelles à leur auteur. En France, sans être défavorables à un vote des actionnaires sur la politique de rémunération, certains observateurs mettent d'ailleurs en garde de ne pas légiférer dans une « optique purement médiatique ou électoraliste », estimant qu'il ne faut pas « imposer une défiance entre les dirigeants et les actionnaires »<sup>17</sup>. Au Royaume-Uni, la même position a été adoptée par le Ministère du Commerce et de l'Industrie qui a établi trois raisons derrière le vote de *say-on-pay* : favoriser la transparence en matière de rémunération, améliorer la responsabilité des dirigeants, et lier ces rémunérations à la performance de la société. C'est en effet ce dernier point qui est mis en avant lorsque sont évoqués les montants touchés par ces derniers : il ne s'agit pas de déterminer si telle rémunération est morale, mais

---

<sup>14</sup> *Chief executive officer* (directeur général)

<sup>15</sup> Jawad Fassi-Fehr, « Réguler vraiment la rémunération des dirigeants d'entreprises », *Le Monde*, 20 février 2012

<sup>16</sup> Salaire minimum interprofessionnel de croissance : salaire minimum légal en France

<sup>17</sup> Questions à Julia Noir sur les rémunérations des dirigeants, *Hebdo édition affaires* n°314 du 25 octobre 2012

si elle est proportionnée comparée à ce qu'il apporte à la société. Et pour apprécier cet apport, les observateurs se réfèrent à la performance de la société.

Qu'entend-on par performance de la société ? Cela pourrait désigner aussi bien un aspect social, tel que la création d'emploi, qu'un aspect environnemental. Généralement, ce terme est utilisé pour désigner les entreprises qui ont pris la plus grande valeur en bourse, il s'agit donc d'un critère quantitatif : par exemple, les « cent meilleurs dirigeants mondiaux » auraient accru la valeur de leurs entreprises de 40 milliards de dollars<sup>18</sup>.

Ainsi, qu'il s'agisse de la France, du Royaume-Uni ou des Etats-Unis, les mêmes objectifs sont invoqués pour justifier l'instauration du vote de say-on-pay. Le postulat de base est le suivant : lier les rémunérations des dirigeants aux objectifs de la société, et aligner leurs récompenses sur les performances de celle-ci, permet de favoriser efficacement sa stabilité et sa croissance. Au contraire, lorsque ces rémunérations ne dépendent pas de la performance de la société, cela dessert l'intérêt social, fragilise la gouvernance d'entreprise et réduit la confiance des investisseurs dans la société. Tout le monde semble s'accorder sur le principe d'aligner rémunérations des dirigeants et performance de la société, c'est-à-dire aligner les intérêts des premiers sur l'intérêt de la seconde.

Or, c'est justement l'inadéquation entre performance de la société et rémunération des dirigeants qui a été vivement dénoncée au cours des dernières années.

## 2) Des rémunérations déconnectées des résultats de l'entreprise

Ces dernières années, les scandales liés aux rémunérations des dirigeants ont été très médiatisés. Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en France, un point commun peut être observé : dans le contexte de la crise financière récente, l'octroi de bonus aux dirigeants d'entreprises dont la performance s'était significativement dégradée a fait polémique. Par exemple, aux Etats-Unis, le directeur général de Texas Instrument avait reçu en 2008 un bonus de 1,5 million de dollars tandis que les revenus de sa société avaient baissé de 28% et la valeur de l'action de 54%<sup>19</sup>. En France, en 2002, le salaire brut du PDG d'Axa augmentait de 54,1% tandis que le cours de bourse chutait de 45,5%, et les exemples ne semblent pas rares<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Patrick Fauconnier, « Les salaires des dirigeants sont sans rapport avec leurs performances », *Le Nouvel Observateur*, 17 janvier 2013

<sup>19</sup> Julie Satow, « CEO Bonus pay rises despite poor performances », *Huffington Post*, 18 avril 2009

<sup>20</sup> Laurent Mauriac, « Le scandale des bonus », *Libération*, 15 octobre 2003

Pourtant, et de façon paradoxale, l'augmentation des rémunérations s'est faite à travers l'emploi de rémunérations variables dépendant justement des résultats de la société et de la valeur de ses actions : mais si les mécanismes étaient théoriquement satisfaisants puisqu'ils permettaient d'aligner la rémunération d'un dirigeant avec les intérêts de la société et de ses actionnaires, il s'est avéré au cours des années précédentes que les critères de performance motivant l'attribution de bonus, d'actions gratuites et de stock-options étaient si complexes, imprécis, et axés sur le court terme, qu'ils ont contribué à focaliser l'attention des dirigeants sur la rentabilité financière à court terme et ont donné lieu à des rémunérations excessives<sup>21</sup>. De plus, peu de sociétés étendent sur plusieurs années le versement de leurs rémunérations variables liées aux performances, alors que si ces rémunérations s'inscrivent sur le long terme, il faut pouvoir apprécier aussi les performances sur la durée<sup>22</sup>. Ces problèmes peuvent avoir des répercussions sur les performances et la viabilité à long terme de la société ainsi que sur la confiance des investisseurs, la compétitivité et la croissance économique.

Lors des débats sur l'introduction du vote de say-on-pay, il était donc avancé que celui-ci permettrait d'aligner les intérêts de l'entreprise avec la rémunération des dirigeants, et ce avec une perspective de long terme. L'évaluation de ces derniers prendrait davantage en considération des critères sociaux et environnementaux afin de s'aligner avec le projet d'entreprise. En outre, non seulement cette mesure permettrait d'intéresser au plus près les dirigeants sur la performance de la société en alignant leur rémunération sur celle-ci, mais elle mènerait à plus de transparence et une meilleure gouvernance d'entreprise. Certains prédisaient également que le conseil d'administration serait d'autant plus tenté de payer les rémunérations en actions ou équivalents, car cela diminue dans les comptes sociaux le numéraire versé pour les rémunérations, ce qui est accepté plus facilement par les actionnaires et parties prenantes en cas de crise, puisque celui qui reçoit des actions supporte un risque accru.

A cela, les opposants au projet répondaient qu'une telle mesure aboutirait à offrir des rémunérations moins intéressantes et donc à attirer moins de talents au sein de la société. En France, l'Association nationale des sociétés par actions (ANSA) a par exemple souligné que certains cadres dirigeants américains de grands groupes français seraient mieux payés que les PDG français de ces mêmes groupes<sup>23</sup>. Toutefois, certains membres de la mission sur la

---

<sup>21</sup> Rapport de la Commission des lois de l'Assemblée nationale publié le 20 février 2013.

<sup>22</sup> Benoît Lecourt, « Rémunérations des dirigeants de sociétés cotées et politique de rémunération dans le secteur des services financiers : bilan mitigé un an après la publication des recommandations du printemps 2009 », *Revue des sociétés*, 2010, p. 603

<sup>23</sup> Rapport de la Commission des lois du 20 février 2013

transparence de la gouvernance des grandes entreprises de la Commission des lois ayant rendu leur rapport le 20 février 2013 se dressent vivement contre cette conception : invoquant une étude de l'observatoire britannique des hautes rémunérations (*High Pay Centre*)<sup>24</sup>, les dirigeants-mandataires sociaux des pays réputés pour avoir une bonne attractivité grâce aux rémunérations proposées (notamment l'Amérique du Nord, Chine, Japon) ne sont que rarement recrutés dans un pays distinct de celui dans lequel l'entreprise est établie. Ces membres en viennent à la conclusion que le niveau des rémunérations n'influe que peu sur l'attractivité des talents au sein de la société, et que ce facteur ne doit donc pas être surestimé.

Mais surtout, les opposants au vote de say-on-pay avancent que s'il est certes bénéfique à la société d'aligner les rémunérations sur les performances, la tâche d'y veiller incombe déjà au conseil d'administration. En effet, loin de n'être qu'une mesure mineure favorisant le contrôle des rémunérations, le vote de say-on-pay renvoie à une modification de l'équilibre des pouvoirs au sein de la société.

## **B. Le vote de say-on-pay et l'équilibre des pouvoirs au sein de la société**

Accorder aux actionnaires des sociétés cotées le droit de voter au sujet des rémunérations des dirigeants touche directement l'organe social qui est chargé de fixer ces dernières (1), et de façon plus générale, renvoie à la place de la gouvernance d'entreprise dans les sociétés par actions (2).

### 1) Les doutes quant à l'efficacité du conseil d'administration

Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en France, les mécanismes de fixation des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées sont relativement semblables, bien que des particularités subsistent. En France, dans la société anonyme moniste, le conseil d'administration détermine la rémunération de son président (L225-47 Com.), du directeur général et du directeur général délégué (L225-53 Com.), tandis que dans la société anonyme dualiste, le conseil de surveillance détermine la rémunération des membres du directoire

---

<sup>24</sup> Etude dont les résultats provisoires ont été dévoilés à la mission le 12 novembre 2012.

(L225-63 Com.). Les administrateurs se voient attribuer par l'assemblée générale des jetons de présence pour leurs fonctions.

Au Royaume-Uni, on distingue au sein du *board of directors* (qu'on peut traduire par conseil d'administration bien qu'il soit sensiblement différent de celui qu'on a en France) les *executive directors* et *non-executive directors* : tandis que les premiers occupent les fonctions de dirigeants exécutifs, aussi appelés les « managers », les seconds sont simplement membres du conseil d'administration. En général, les statuts prévoient que le conseil d'administration fixe la rémunération de ses propres membres. Quant aux Etats-Unis, c'est aussi le conseil qui désigne les dirigeants exécutifs et fixe leur rémunération. Comme cette situation est source de conflits d'intérêts, les sociétés cotées confient souvent la question à un comité de rémunération indépendant.

Dès lors que des organes ont déjà la tâche de fixer la rémunération des dirigeants, pourquoi a-t-il semblé si important d'introduire un vote des actionnaires sur la question ? C'est précisément la critique opposée par les opposants au vote de *say-on-pay* : selon eux, faire voter les actionnaires sur la rémunération des dirigeants représenterait un coût injustifié qui reviendrait à dessaisir le conseil d'administration de l'entreprise d'une large partie de ses prérogatives, alors que ce conseil veille justement à leurs intérêts, et que des comités de rémunération ont été mis en place.

Sauf que c'est justement sur ce point qu'une certaine méfiance a été exprimée. En présence des polémiques sur les rémunérations disproportionnées octroyées aux dirigeants, les défenseurs du vote de *say-on-pay* ont manifesté leurs doutes quant à l'impartialité et à la neutralité du conseil. En France et aux Etats-Unis, il se peut qu'un administrateur fasse aussi partie de la direction de l'entreprise, ou que le directeur général dispose d'une grande influence sur la sélection des membres du conseil d'administration, ce qui incite ces derniers à aligner leurs intérêts sur les siens. Cette situation est encore plus rencontrée au Royaume-Uni, où tous les membres de la direction ont la fonction de *director* (administrateur). Et même s'il est considéré comme une bonne pratique de confier la question à un comité de rémunération indépendant, voire que cela soit imposé par les marchés<sup>25</sup>, les critiques demeurent. En effet, l'indépendance de ces comités est également remise en question au vu de certaines pratiques développées pour contourner le contrôle : à titre d'exemple, certains dirigeants de sociétés cotées différentes peuvent s'accorder pour siéger réciproquement dans le comité de rémunération de l'autre société, afin de favoriser la rémunération de l'autre dirigeant, tout en

---

<sup>25</sup> Les standards du New-York Stock Exchange (NYSE) imposent par exemple d'avoir recours à des comités de rémunération.

affichant la qualité de « personne indépendante ». De plus, lorsque ces comités ont eux-mêmes recours à des consultants en rémunération, pratique qui n'est pas rare<sup>26</sup>, il arrive que ces derniers soient rémunérés pour d'autres services rendus à la société directement par les dirigeants, faisant naître des doutes quant à leur indépendance.

Qu'il s'agisse donc du Royaume-Uni, des Etats-Unis ou de la France, les acteurs favorables au projet de vote de say-on-pay ont considéré que les rémunérations disproportionnées témoignaient déjà en soi que le contrôle du conseil d'administration n'était pas toujours efficace. Selon eux, le moyen de garantir des décisions objectives et bénéfiques à la société serait de faire voter les actionnaires sur ces rémunérations. Aux détracteurs du projet dénonçant le dessaisissement du conseil, ils répondaient que ce dernier pourrait toujours délibérer sur les niveaux, modalités et critères de performance des dirigeants. Le vote des actionnaires ne constituerait d'ailleurs pas un blocage s'il était consultatif, et serait au contraire bénéfique à la société puisqu'il changerait la dynamique de décision au sein du conseil : plutôt que la rémunération ne soit discutée au sein d'un cercle restreint de personnes, cela l'obligerait à en assumer pleinement les enjeux. Une telle réforme pourrait même dynamiser l'interaction entre la direction générale et l'organe de contrôle.

En outre, les débats quant à l'introduction d'un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants s'inscrivent plus généralement dans les réflexions liées à la gouvernance des entreprises et à la répartition des pouvoirs en leur sein.

## 2) Vers un rééquilibrage des pouvoirs dans la société

Le vote de say-on-pay s'insère dans une réflexion plus globale sur la nature de la société et les relations entre ses dirigeants et ses actionnaires, et les doctrines anglo-saxonnes montrent des particularités.

Avant que l'on ne parle de gouvernance d'entreprise, les juristes anglo-saxons avaient élaboré la « théorie du mandat » (*theory of agency*) selon laquelle les sociétés n'existeraient que pour enrichir leurs propriétaires qui sont les actionnaires<sup>27</sup>, les dirigeants n'en étant que les mandataires. Selon les auteurs américains Michael C. Jensen et William H. Meckling<sup>28</sup>, dans

---

<sup>26</sup> Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, 2005.

<sup>28</sup> Michael C. Jensen et William H. Meckling, "Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n°4, 1er juillet 1976  
Cette réflexion développe celle de Ronald Coase, "The nature of the firm", *Economica*, 1937.

la société, le mandataire pouvant ne pas agir dans le meilleur intérêt du mandant afin de faire prévaloir le sien, ce dernier a tout intérêt à chercher des moyens pour limiter ce risque, notamment en établissant un système d'intéressement et en instaurant des mécanismes de contrôle. Dans cette conception, la société serait une fiction légale qui servirait à faire la liaison et mettre en place des relations organisées entre individus. Cette conception n'est pas sans conséquence, puisqu'elle met sur un piédestal l'intérêt primordial des actionnaires qui serait à la base du montage, mais elle restait assez théorique.

Mais des décennies plus tard, Jean Paillusseau parle de « révolution » en observant l'actionnariat des sociétés cotées, le capitalisme managérial devenant selon lui un capitalisme d'investisseurs, notamment avec la montée des investisseurs institutionnels dès les années 1990. Ces derniers inondent l'actionnariat de milliards de dollars, et de nouvelles relations de pouvoirs se dessinent. Et selon cet auteur, cette révolution expliquerait l'introduction de la notion de « gouvernance d'entreprise », qui désigne les relations entre la direction d'une société, son conseil d'administration, ses actionnaires et les autres parties prenantes. Cette expression reflèterait la volonté de réagir face aux directions générales des sociétés et leurs conseils d'administrations qui ne cessent d'être critiqués : outre la remise en cause de l'efficacité du conseil quant aux rémunérations des dirigeants, ce dernier est accusé de ne pas réellement fonctionner, et les dirigeants d'échapper à tout contrôle, faisant ainsi pâtir les actionnaires<sup>29</sup>.

Les débats sur l'introduction du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées s'insèreraient dans cette lignée. Tel un renouveau de la *theory of agency*, la question rappelle que les propriétaires de l'entreprise sont les actionnaires, et que les dirigeants, tels des mandataires, doivent rendre des comptes et se soumettre à un contrôle. Cette théorie ne peut toutefois pas avoir la même signification qu'au début du XX<sup>e</sup> siècle, ne serait-ce qu'au regard de la composition de l'actionnariat : aujourd'hui, de nombreux actionnaires étant des investisseurs qui souhaitent spéculer à court terme, la société n'est plus une fiction légale au sens où on l'entendait en 1937 puisque son intérêt s'apprécie sur le long terme. Mais le vote de say-on-pay pourrait être perçu comme un outil de rééquilibrage des pouvoirs dans la société, et ce n'est peut-être pas un hasard si les Etats précurseurs du vote de say-on-pay sont les Etats anglo-saxons.

Si permettre aux actionnaires d'exercer un contrôle sur ces rémunérations semble légitime à ceux qui supportent le projet de say-on-pay, les opposants le voient au contraire

---

<sup>29</sup> Jean Paillusseau, « Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ? », Dalloz, 1999, n° 15, p. 157 et s., 15 avril 1999



comme un problème. Selon eux, les actionnaires seraient non seulement incompétents en matière de rémunération des dirigeants, mais aussi peu enclins à tenir les instances dirigeantes des entreprises responsables de leurs décisions. De plus, nombre d'entre eux disposant d'actions à très court terme, ils pourraient voter au mépris des intérêts réels de la société afin de poursuivre des fins spéculatives<sup>30</sup>. Si on interprète cette position au regard de la théorie du mandat, cela signifierait qu'aujourd'hui, beaucoup d'actionnaires ne représenteraient plus la société parce que leurs intérêts seraient trop divergents à ceux de celle-ci, et ne seraient dès lors plus les mandants, bien que financièrement, ils demeurent les propriétaires de la société. A cela, les soutiens du projet répondaient que les actionnaires sont capables d'apprécier de simples plans de rémunérations, et si ce n'était pas le cas, pourraient toujours avoir recours à des conseils extérieurs. Concernant les intérêts prétendument divergents, ils avançaient qu'au contraire, les actionnaires et plus particulièrement les investisseurs institutionnels seraient de plus en plus nombreux à s'intéresser à une bonne gouvernance d'entreprise<sup>31</sup>, et que l'introduction d'un vote consultatif de say-on-pay ne causerait pas de préjudice à la société tout en permettant d'apprécier les comportements des actionnaires face aux rémunérations proposées.

Que ce soit au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en France, ceux qui soutiennent le projet d'introduire le vote de say-on-pay mettent donc en avant la nécessité d'améliorer le contrôle des actionnaires, afin d'aligner plus étroitement les rémunérations des dirigeants aux performances de la société, tout en améliorant la gouvernance d'entreprise.

## **§2. L'adoption du say-on-pay au sein des ordres juridiques nationaux**

Tant le Royaume-Uni, premier à avoir introduit le say-on-pay, que les Etats ayant suivi son exemple, se sont d'abord tournés vers un vote purement consultatif (A), mais une réforme britannique en cours vise à le rendre en partie contraignant (B).

### **A. L'instauration d'un vote consultatif sur les rémunérations des dirigeants**

Le Royaume-Uni est à l'origine d'un mouvement de réformes de say-on-pay depuis dix ans, les Etats-Unis ayant introduit la réforme en 2010 (1) et la France étant actuellement en train de marcher sur ses pas (2).

---

<sup>30</sup> Kaplan et Deane, lors des débats à la Chambre des Représentants aux Etats-Unis en 2007.

<sup>31</sup> Jean Paillusseau, « Une reconception du droit des sociétés commerciales », *Recueil Dalloz* 1996 p. 287, 10 octobre 1996

## 1) Le modèle britannique, précurseur du say-on-pay

Sous l'influence des privatisations britanniques sous le gouvernement Thatcher dès les années 1980, les rémunérations des dirigeants au Royaume-Uni connurent une forte augmentation alors même que les effectifs des sociétés en cause étaient réduits et que les prix augmentaient. L'opinion publique ne tarda pas à critiquer ces versements, les qualifiant de « *fat cats* ». Une grande organisation d'employeurs, la *CBI*<sup>32</sup>, désigna un groupe d'étude dirigé par Richard Greenbury<sup>33</sup> qui rendit son rapport en 1995, rassemblant des recommandations dans un code de bonnes pratiques : celui-ci suggérait déjà que les actionnaires puissent voter sur la rémunération des dirigeants en cas de polémique ou de changements substantiels dans la politique de rémunération. Ce rapport établit trois principes fondamentaux auxquels on fait souvent référence au Royaume-Uni : responsabilité, transparence et lien avec les performances de la société<sup>34</sup>. Mais cette recommandation ne fut que très peu suivie, et les rémunérations continuèrent de croître.

Sept années plus tard, estimant que les exigences en matière de transparence sont insuffisantes au regard de ces trois principes, le gouvernement britannique décide d'intervenir au moyen d'une réglementation. C'est ainsi qu'en 2002, les *Directors Remuneration Report Regulations* dotent le Royaume-Uni du vote consultatif des actionnaires sur les programmes de rémunération des dirigeants des sociétés cotées<sup>35</sup>. Cette réglementation britannique, qui a été insérée dans le *Companies Act 1985* et le sera ensuite dans le *Companies Act 2006*<sup>36</sup>, comportait deux volets : d'une part, la société devait produire un rapport annuel sur ces rémunérations (*Directors' remuneration report DRR*) comprenant des informations listées par les textes réglementaires ; d'autre part, un vote consultatif des actionnaires sur ce DRR lors de l'assemblée générale annuelle<sup>37</sup>. Cette réforme visait toutes les sociétés cotées soumises au

---

<sup>32</sup> *Confederation of British Industry*

<sup>33</sup> Richard Greenbury était alors PDG de la société Mark and Spencers jusqu'en 1999.

<sup>34</sup> « Accountability, transparency, and performance linkage »

<sup>35</sup> *Directors Remuneration Report Regulations 2002 SI 2002/1986*, remplacé par *Large and Medium-sized Companies and Groups Regulations 2008 SI 2008/373*

<sup>36</sup> Aujourd'hui, le say-on-pay figure à *section 439 of the Companies Act 2006*.

<sup>37</sup> Nouvelle « section 241A » du *Companies Act 1985*

droit britannique, qu'elles soient cotées au Royaume-Uni ou à l'étranger, mais pas les sociétés étrangères cotées, même cotées au Royaume-Uni.

Parmi les informations qui doivent figurer dans le nouveau rapport annuel sur les rémunérations et qui sont soumises au vote de say-on-pay figurent notamment la politique de rémunération de la société, les conditions de performance attachées aux stock-options et aux rémunérations basées sur du long-terme, les stock-options accordées et levées dans l'année, les salaires, bonus, et indemnités de fin de contrat payées à chaque dirigeant dans l'année, dans quelle mesure la société a pris en compte les rémunérations des autres employés pour fixer celles-ci, et des informations relatives aux consultants qui ont assisté le conseil d'administration et les comités de rémunération à fixer ces rémunérations.

La réforme britannique ne passe pas inaperçue. Les spécialistes et législateurs du monde entier observent ses premiers résultats pour se décider au sujet de l'introduction de la réforme dans leurs propres Etats. Suivi dès 2004 par l'Australie et les Pays-Bas, le Royaume-Uni influence de plus en plus d'Etats.

En 2003, les actionnaires des sociétés cotées aux Etats-Unis se voient accorder le droit de voter sur les rémunérations sous forme d'actions (*equity-based compensation*)<sup>38</sup>. Mais cela ne s'insère pas dans le débat général de say-on-pay, les motivations tenant plus au fait que les rémunérations sous cette forme touchent directement au capital de la société.

Après que le Congrès des Etats-Unis ait abordé la question sans que cela ne donne suite, l'American Federation of State, County and Municipal Employees (AFSCME) propose dès 2006 le vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants. L'AFSCME était alors influencée par les scandales récents liés aux sommes touchées par les dirigeants, ainsi que les réformes européennes en cours concernant le gouvernement d'entreprise. Entre 2006 et 2008, 136 propositions soutenues par des actionnaires ont été formées, dont 15 recevant une majorité d'approbation par les actionnaires. La plupart des sociétés ont ignoré ces initiatives, et peu nombreuses furent celles qui acceptèrent de mettre en œuvre des votes de say on pay de façon volontaire<sup>39</sup>.

Le 17 février 2009, une loi américaine (*the American Recovery and Reinvestment Act*) impose aux sociétés recevant une aide du gouvernement, dont le nombre avoisine les 280, de mettre

---

<sup>38</sup> SEC Release No. 34-48108

<sup>39</sup> Intel ou Hewlett-Packard font partie des rares sociétés à avoir mis en place un tel vote de leur propre chef.

en place un tel vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des cinq dirigeants les mieux payés.

Ce n'est que l'année suivante que le pas est franchi : en juillet 2010, une loi communément désignée sous le nom de *Dodd-Frank Act* impose à toutes les sociétés recourant à une offre publique (anciennement appel public à l'épargne) de prévoir au moins une fois tous les trois ans un vote consultatif des assemblées générales dont l'objet est d'approuver ou désapprouver la rémunération des cinq dirigeants les mieux payés de la société, et ce à compter du 21 janvier 2011<sup>40</sup>. Ces cinq dirigeants sont le directeur général (*CEO – Chief executive officer*), le directeur financier (*CFO – Chief executive officer*) et les trois cadres percevant les plus hautes rémunérations dans l'entreprise. Ce vote porte sur l'ensemble des rémunérations (notamment le salaire fixe et variable, stock options, attributions gratuites d'actions, bonus) et parachutes dorés qui figurent dans l'*Item 402* de *Regulation S-K* que la société doit remplir chaque année. Les émetteurs ne doivent pas employer de termes restreignant le champ des éléments soumis au vote, comme dire par exemple que le vote porterait sur la « politique » de rémunération.

Comme prévu par la loi, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) met en application cette mesure : elle précise que jusqu'au 21 janvier 2013, celle-ci ne s'applique qu'aux sociétés cotées dont la capitalisation boursière dépasse les 75 000 000\$ (58 000 000€). Donc dès 2013, aux Etats-Unis, toutes les sociétés cotées doivent mettre en place un vote de say-on-pay. A l'image du Royaume-Uni, il s'agit bien d'un vote consultatif : en cas de résultat défavorable, aucune procédure d'amendement n'est imposée par la loi Dodd-Frank, sauf si la société prévoit autrement. Les sociétés doivent indiquer à la SEC les résultats des votes consultatifs et si elles ont tenu compte des indications des actionnaires.

De plus, la loi Dodd-Frank impose aux sociétés visées par la réforme de demander au moins tous les six ans aux actionnaires la fréquence à laquelle ils souhaitent être consultés par un vote de say-on-pay. Ce vote est aussi simplement consultatif.

Deux années plus tard, la France se dirige également vers une telle réforme.

---

<sup>40</sup> Section 951 de la loi Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act)

## 2) Le say-on-pay bientôt en France

Au vu du nombre croissant d'Etats qui se penchent sur la question du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, il était inévitable que la France l'aborde à son tour. Le 13 mai 2009, le député Nouveau Centre François Sauvadet avait déposé une proposition de loi qui allait bien plus loin : il ne suggérait pas de faire voter les actionnaires sur les rémunérations fixées par le conseil d'administration (ou le conseil de surveillance), mais de conférer à ces derniers le pouvoir de fixer ces rémunérations, votant sur les propositions du conseil d'administration ou de surveillance<sup>41</sup>. Sans surprise, la proposition de loi fut rejetée car jugée trop radicale, d'autant plus que les députés attendaient le rapport de la mission d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises de la Commission des lois, qui sera par la suite publié le 20 février 2013.

Si cette proposition fut de l'avis de tous trop audacieuse, le say-on-pay ne fut pas pour autant abandonné. Le 6 mars 2012, le député Hervé Féron annonçait que la France était le plus mauvais élève en Europe, citant ses voisins européens qui votaient des lois ou recommandaient au moins ce vote des actionnaires dans des codes de gouvernance<sup>42</sup>.

Actuellement, l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires est déjà obligatoire pour attribuer des actions gratuites et des stock-options aux dirigeants. La loi Breton du 26 juillet 2005 a ensuite soumis à la procédure des conventions réglementées l'octroi d'indemnités de départ ou d'une retraite complémentaire (retraite chapeau). Tandis que ce sont les actionnaires qui votent l'enveloppe des jetons de présence accordés aux administrateurs, aucun vote, même à titre consultatif, n'est organisé pour les rémunérations fixes et variables du président et directeur général.

Quelques pas ont pourtant été franchis en matière de transparence quant à la rémunération de ces dirigeants : l'article L225-115 4° du Code de Commerce issu de la loi du 24 juillet 1966 permettait déjà à tout actionnaire de se faire communiquer sur demande le montant global des rémunérations versées aux cinq (ou dix) personnes les mieux payées dans la société.

---

<sup>41</sup> Proposition n°1671 du 13 mai 2009 visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes.

<sup>42</sup> Question écrite de Hervé Féron, député de Meurthe-et-Moselle, séance parlementaire du 6 mars 2012.

Inspirée par les rapports Viénot de juillet 1995 et juillet 1999 proposant de publier les rémunérations et options des dirigeants de sociétés cotées, la loi NRE du 15 mai 2001<sup>43</sup> a imposé d'insérer dans le document de référence annuel la rémunération totale (y compris l'octroi de stock-options) et les avantages de toute nature versés à chaque mandataire social durant l'exercice. Par la suite, l'article 9 de la loi Breton du 26 juillet 2005 modifie l'article L225-102-1 pour inclure dans le rapport de gestion annuel « *les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés [...]* ».

L'étape suivante, faire voter les actionnaires sur ces rémunérations, est elle en cours de discussion. Le 13 juin 2012, le gouvernement a annoncé la présentation d'un projet de loi en automne 2012 pour encadrer les modalités de rémunération des dirigeants qui ont « donné lieu aux excès les plus choquants et pour renforcer la gouvernance et le contrôle en matière de rémunération ». En août 2012, la Direction Générale du Trésor a émis une consultation publique afin d'obtenir les avis des différentes parties prenantes : parmi différents moyens visant à améliorer la gouvernance d'entreprise en France, elle s'interrogeait sur la pertinence de créer un rapport annuel spécial sur la politique de rémunération et les rémunérations individuelles, ainsi que sur l'idée d'instituer un vote de say-on-pay et les modalités de celui-ci.

En réponse à cette consultation, tant l'Institut français des administrateurs (IFA) que la Société française des analystes financiers<sup>44</sup> (SFAF) ou Proxinvest<sup>45</sup> se sont prononcés en faveur du principe d'un vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants.

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) s'est elle aussi prononcée en faveur de l'institution d'un vote consultatif des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants, affichant sa volonté que le conseil d'administration soit conscient de ce que pensent les actionnaires.

L'initiative semble donc être saluée par de plus en plus d'acteurs, y compris les principaux concernés : lors d'une table ronde réunissant les représentants des dirigeants mandataires sociaux le 3 octobre 2012, ces derniers se montraient favorables à un vote consultatif sur la politique de rémunération des dirigeants, voire sur les rémunérations individuelles. Le 27

---

<sup>43</sup> Loi relative aux nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001, n° 2001-420

<sup>44</sup> Association des professionnels de l'investissement et du financement qui regroupe près de 1600 membres faisant appel aux techniques de l'analyse financière.

<sup>45</sup> Première agence française d'analyse de gouvernance et de politique de vote, au service des actionnaires.

mars 2013, Marc Simoncini, PDG de Meetic disait publiquement « une loi devrait donner à l'actionnaire le pouvoir de décider le bon prix pour le patron ». Le vote suisse à 67,6% favorable à l'initiative Mindler, qui proposait de donner aux actionnaires le pouvoir de mettre un veto sur la rémunération des dirigeants, a semble-t-il conforté le gouvernement dans sa position. En outre, le 21 mars 2013, la loi bancaire française a été amendée pour introduire un vote des actionnaires sur les rémunérations des preneurs de risque et des personnes exerçant une fonction de contrôle dans les établissements bancaires.

Mais le projet de loi de say-on-pay, qui devait être déposé à l'automne 2012, a finalement été annoncé pour l'été 2013. De leur côté, d'autres instruments abordent la question : le code AFEP-MEDEF actuellement en cours de modification se prononcera en faveur d'un vote consultatif sur la politique de rémunération des mandataires sociaux. Selon Pierre Pringuet, président de l'AFEP, ce code ferait de la France « le pays le plus à la pointe en matière de gouvernance »<sup>46</sup>.

Le 20 février 2013, la Commission des lois de l'Assemblée nationale a déposé son « rapport sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises » : parmi ses vingt propositions, celui-ci propose de mettre en place un vote triennal, ex ante, sur la politique des rémunérations des dirigeants des grandes sociétés des trois années à venir, et un vote ex post sur le détail des rémunérations sous toutes formes. Afin de faire encore plus pression sur les sociétés, le rapport propose de limiter la déductibilité fiscale des rémunérations supérieures à trente fois le plafond annuel de la sécurité sociale (environ 1,1 million d'euros). Le rapport propose d'inclure dans le périmètre de la réforme les sociétés cotées mais aussi les grosses sociétés non cotées (dont le chiffre d'affaire net excède 100 millions d'euros et qui emploient plus de 500 salariés permanents<sup>47</sup>).

Cette proposition d'un double-vote – l'un triennal, l'autre annuel – sur deux aspects des rémunérations n'est pas une innovation française. En réalité, on retrouve très nettement l'influence britannique, le rapport de la Commission des lois ne s'en cachant d'ailleurs pas. En effet, le Royaume-Uni se dirige actuellement vers une autre étape du vote de say-on-pay, dans l'intention de le rendre en partie contraignant.

---

<sup>46</sup> Hebdo des AG n°1 du 15 avril 2013

<sup>47</sup> C'est-à-dire les mêmes sociétés que celles soumises à des obligations d'information sur les conséquences sociales et environnementales par L225-102-1 al6 et R225-104 du Code de Commerce.

## **B. Vers le renforcement du vote de say-on-pay**

Introduire un vote contraignant de say-on-pay semble être l'étape ultime du contrôle des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants. Bien qu'abordée lors des débats, la question a été rapidement mise de côté par le Royaume-Uni en 2002 puis par les Etats-Unis en 2010 : le vote consultatif faisant déjà l'objet de débats houleux, il semblait inenvisageable à l'époque d'aller si loin.

Mais avant toute chose, il faut se méfier de l'expression « vote contraignant de say-on-pay » qui est large, puisqu'elle ne précise pas quel aspect de la rémunération est soumis au vote. En effet, la réforme actuelle au Royaume-Uni opère une distinction entre politique de rémunération et rémunérations individuelles (1), tandis que la Commission Européenne s'interroge sur l'introduction d'un tel vote à l'échelle européenne (2).

### 1) Le passage à un double vote de say-on-pay britannique

Le 27 juin 2012, soit dix ans après l'introduction du vote consultatif au Royaume-Uni et après s'être entretenu avec les sociétés, actionnaires et investisseurs institutionnels, le gouvernement britannique propose d'imposer un vote contraignant de say-on-pay au moins tous les 3 ans, afin de répondre plus efficacement aux intérêts des actionnaires. Le Parlement britannique a étudié le projet de loi n°2012-13 qui ferait partie de la réforme de la régulation des entreprises (*Enterprise and Regulatory Reform Bill*), et s'appliquerait aux sociétés du Royaume-Uni dont l'exercice fiscal se terminerait à partir d'octobre 2013.

On a pu constater que la question du vote des actionnaires se développe parallèlement à celle de la transparence et des informations fournies par la société, ne serait-ce que parce que ces derniers ont logiquement besoin d'être informés pour voter de façon éclairée. Le projet britannique de réforme ne fait pas exception à cette tendance, et imbrique même plus étroitement ces deux volets : il se propose en effet de diviser le rapport annuel sur les rémunérations en deux parties, et de soumettre chaque partie à un vote distinct, l'un contraignant et l'autre consultatif. Le vote contraignant ne recouvrerait donc pas tout ce qui a trait à la rémunération des dirigeants.

La première partie serait relative à la politique de rémunération des dirigeants pour l'année à venir (*forward-looking policy report*) : elle préciserait de façon détaillée les éléments composant ces rémunérations avec les raisons motivant ces choix – notamment



comment ils se concilient avec les objectifs à court et long-terme de la société –, les changements opérés par rapport aux années précédentes, et les conditions dans lesquelles les dirigeants recevraient des paiements lorsque ceux-ci sont subordonnés à des performances de la société. La société devrait aussi préciser les éléments de fait justifiant ces rémunérations, et dans quelle mesure elle a pris en compte les avis émis par les actionnaires. En outre, cette partie comprendrait des informations sur les bénéfices et dividendes de la société, et expliquerait la différence entre les politiques de rémunération pratiquées en son sein (notamment avec celle des employés « normaux », bien que le rapport n'aille pas jusqu'à préciser le ratio existant entre la rémunération moyenne des salariés et celle du directeur général).

Cette partie ferait donc l'objet d'un vote contraignant : lors de l'assemblée générale ordinaire annuelle, la résolution devrait obtenir plus de 50% de votes favorables pour que la politique de rémunération soit adoptée. En cas de modification de celle-ci en cours d'exercice, un nouveau vote devrait être organisé. Mais les sociétés ne modifiant pas leur politique de rémunération pourront, si elles le souhaitent, se limiter à un vote tous les trois ans. En tout état de cause, les actionnaires se contenteraient de voter sur la politique de rémunération, et le conseil d'administration serait libre de déterminer les montants versés aux dirigeants.

En cas de vote défavorable, la société devra mettre en œuvre pour l'année à venir la dernière politique de rémunération approuvée par les actionnaires, jusqu'à ce qu'une autre politique reçoive approbation par ces derniers, la société pouvant organiser une assemblée générale extraordinaire pour ne pas avoir à attendre la prochaine assemblée annuelle.

La seconde partie du rapport comprendrait quant à elle des informations sur les rémunérations effectivement versées lors de l'année écoulée (*the backward-looking implementation report*). Elle révélerait toute somme versée à chaque dirigeant, précisant ce qui constitue la partie fixe et la partie variable, et expliquerait comment les critères liés à la performance de la société sont remplis quand ils justifient un versement<sup>48</sup>. Cette partie fournirait de plus des informations sur les experts spécialistes ayant assisté le conseil d'administration, notamment sur le processus de leur sélection, leurs rémunérations et les autres services qu'ils rendent éventuellement à la société, afin que l'actionnaire puisse avoir une idée de l'indépendance de ces experts.

---

<sup>48</sup> Le rapport doit en outre établir une comparaison entre le TSR (total share return) et la rémunération du directeur général lors des dix dernières années.

Ici, le vote des actionnaires n'est que consultatif, mais dans l'hypothèse où cette partie du rapport recevrait moins de 50% d'approbation des voix exprimées, la société serait obligée de soumettre sa politique de rémunération – c'est-à-dire la première partie du rapport – à un vote obligatoire l'année suivante, même si elle ne l'a pas modifiée.

Le projet de réforme britannique comporte de plus un volet sur la question des indemnités de fin de contrat des dirigeants : celles-ci sont déjà soumises en principe à l'approbation des actionnaires, mais comme en France et aux Etats-Unis, des versements ont été critiqués comme indemnisant trop généreusement des dirigeants qui quittaient la société justement parce qu'ils n'avaient pas donné satisfaction. Ces derniers sont d'ailleurs désignés par l'expression évocatrice de « récompenses pour l'échec »<sup>49</sup> (*reward for failure*). Le projet de réforme propose donc de renforcer le contrôle des actionnaires en incluant les indemnités de fin de contrat dans les deux parties précitées du rapport annuel sur les rémunérations, afin de les soumettre au vote des actionnaires. Ainsi, les éléments pris en compte pour verser ces indemnités, ainsi que les modalités de calcul pouvant varier en fonction des raisons motivant le départ du dirigeant, seraient inclus dans la première partie du rapport et soumis à un vote obligatoire. Et en incluant les indemnités effectivement versées dans la seconde partie du rapport, elles feraient l'objet d'un vote consultatif des actionnaires.

En outre, le projet de réforme souhaite obliger les sociétés à publier une déclaration à chaque fois qu'un dirigeant quitte la société, sans attendre les rapports annuels, qui dévoilerait les montant versés à ce dernier, les méthodes de calcul adoptées et dans quelle mesure a été prise en compte la dernière politique de rémunération approuvée par les actionnaires.

Certains acteurs se montrent défavorables au projet en soutenant que les rapports sur les rémunérations sont déjà trop longs et doutent que ces changements amélioreront la compréhension des rémunérations des dirigeants par les investisseurs<sup>50</sup>. Mais en tout état de cause, il semblerait que la réforme britannique soit acquise au cours des prochains mois.

Outre Atlantique, les Etats-Unis observent attentivement les réformes britanniques en cours, car un vote de say-on-pay contraignant influencerait nécessairement leurs propres réformes et pratiques. L'article de l'avocat américain Edward Greene<sup>51</sup> se montre par exemple défavorable à cette réforme qui retirerait selon lui son pouvoir au conseil d'administration, et

---

<sup>49</sup> Ces sommes sont désignées au Royaume-Uni et aux Etats-Unis par l'expression « reward for failure »

<sup>50</sup> Simon Wong, associé chez Governance for Owners

<sup>51</sup> Edward Greene, « Binding shareholder say-on-pay vote in United Kingdom », *HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, <http://blogs.law.harvard.edu>, 31 juillet 2012

conclut ses réflexions en déconseillant toute initiative américaine avant d'avoir pu observer les conséquences d'un vote contraignant au Royaume-Uni.

Avant de regarder dans quelle mesure les débats actuels en France pourront quant à eux être influencés par cette réforme britannique, il est utile d'aborder la question du say-on-pay sous l'angle européen pour ensuite voir dans quel contexte s'insèrent les réflexions françaises, et si le droit britannique lui-même devrait être modifié pour s'adapter aux exigences européennes.

## 2) Le droit européen en route vers le say-on-pay

L'Union européenne souhaite généralement améliorer les règles de gouvernance d'entreprise au sein de ses Etats membres, sans trop s'immiscer dans les droits nationaux. En cherchant les causes de l'augmentation importante du salaire moyen des dirigeants au cours des quinze dernières années, la Commission européenne avait elle aussi ciblé la part variable de leur rémunération pour en venir à la conclusion que l'emploi de structures complexes faisant prévaloir les performances à court terme avait pour conséquence l'octroi de rémunérations excessives.

Dans sa recommandation du 14 décembre 2004<sup>52</sup>, la Commission se prononçait en faveur de plus de transparence dans la rémunération des dirigeants<sup>53</sup> des sociétés cotées, et plus particulièrement en faveur d'un vote consultatif des actionnaires sur celles-ci. De plus, elle conseillait aux sociétés de soumettre à l'approbation préalable des actionnaires les systèmes de rémunérations variables prévoyant de leur attribuer des actions, ou des stock-options, sans pour autant recommander l'approbation des actionnaires pour chaque rémunération prise individuellement. Mais les dispositions de cette recommandation relatives au vote des actionnaires n'avaient reçu que peu d'impact au sein des Etats membres<sup>54</sup>. Le Royaume-Uni avait déjà passé la réforme de say-on-pay deux années auparavant. L'année suivante, une

---

<sup>52</sup> Recommandation 2004/913/CE

<sup>53</sup> La recommandation utilise le terme anglais de *director* qui a été traduit par « administrateur » dans sa version française, mais à sa lecture, il apparaît que la Commission européenne visait tous les dirigeants des sociétés cotées.

<sup>54</sup> Rapport de la Commission du 13 juillet 2007, document SEC (2007) 1022

recommandation du 15 février 2005<sup>55</sup> abordait à nouveau le sujet des rémunérations des dirigeants, mais sans évoquer le vote de say-on-pay.

Le 23 mars 2009, les services de la Commission ont organisé une table ronde sur la rémunération des dirigeants, réunissant des acteurs économiques et professeurs d'université. Son rapport propose de rendre obligatoire la transmission de certaines informations quant aux rémunérations des dirigeants exécutifs et non exécutifs des sociétés cotées. En 2009, seuls 60% des Etats membres obligeaient les émetteurs à révéler les politiques de rémunération, et 2/3 d'entre eux les obligeaient à informer les actionnaires sur les rémunérations individuelles. Surtout, afin d'assurer plus d'objectivité quant à la fixation de la rémunération des dirigeants exécutifs, le rapport souhaitait faire voter les actionnaires sur leur politique de rémunération, et laisser les administrateurs indépendants et les consultants extérieurs s'occuper seuls des rémunérations individuelles.

Afin d'harmoniser ces mesures, les membres de la table ronde conseillaient alors d'avoir recours à une directive européenne, qui imposerait aux Etats membres d'incorporer ces règles dans des Codes de gouvernance d'entreprise ou dans une loi, et d'appliquer le principe du « comply or explain » aux sociétés concernées. Tout en considérant que le droit européen ne devait pas imposer de modalités et montants de rémunération, le rapport précisait que cela ne dispensait pas les Etats d'inclure dans les codes précités les meilleures pratiques des sociétés.

Concernant les banques et entreprises d'investissement, c'est-à-dire le secteur financier où les prises de risques sont particulièrement importantes, la recommandation du 29 avril 2009 s'est concentrée sur la structure des politiques de rémunération des dirigeants sans aborder la question du vote des actionnaires à leur sujet. Mais le paquet CRD IV, qui entrera en vigueur dès janvier 2014, élargira le contrôle des actionnaires : les bonus payés aux dirigeants seront plafonnés à 100% de leur rémunération fixe, sauf approbation de 2/3 des actionnaires s'ils possèdent la moitié des actions, ou de 75% des actionnaires s'ils ne la possèdent pas.

En mai 2012, le sujet est enfin clairement abordé. En parallèle des premiers vrais débats en France, le Français Michel Barnier, Commissaire Européen au Marché Intérieur et aux Services, propose d'imposer au sein des 27 Etats membres de l'Union européenne des

---

<sup>55</sup> Recommandation 2005/162/CE de la Commission Européenne du 15 février 2005 sur le rôle des administrateurs non exécutifs et les membres du conseil de surveillance dans les sociétés cotées

votes contraignants de say-on-pay<sup>56</sup>, afin de suivre l'exemple des Pays-Bas. Il est difficile de dire si la France était influencée par la réforme européenne dont elle avait eu vent, ou si la Commission européenne avait elle été influencée au vu du nombre croissant d'Etats membres abordant la question (notamment l'Allemagne, les Pays-Bas, la Belgique, la Suisse, la France). Peut-être un peu des deux, car il semble que ni les droits nationaux, ni le droit européen, ne souhaitent prendre trop de retard sur le sujet.

Le 12 décembre 2012, le point 3.1. du « Plan d'action de droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise<sup>57</sup> » publié par la Commission Européenne rappelle qu'il est important que les sociétés cotées subordonnent les rémunérations de leurs dirigeants aux résultats, et à cette fin, de permettre aux actionnaires de contrôler ces politiques de rémunérations ainsi que leur mise en œuvre. Ce contrôle disposerait de deux volets : le premier volet veillerait à harmoniser les obligations déclaratives<sup>58</sup> ; le second consisterait en l'institution d'un « vote obligatoire des actionnaires sur la politique de rémunération de l'entreprise et sur le rapport consacré aux rémunérations ». Dans ce but, la Commission a l'intention de modifier en 2013 la directive sur les droits des actionnaires.

Il semble donc certain que l'Union Européenne se dirige elle aussi vers un vote de say-on-pay imposé au sein des Etats membres, qui serait au moins consultatif. Mais serait-il contraignant ? C'est la position adoptée par Michel Barnier, mais le plan d'action ne se prononce pas sur le sujet. Soit l'Union Européenne prendra en compte l'absence de consensus actuel des Etats membres pour se limiter à un vote consultatif, soit elle ira directement vers un vote contraignant sur la politique de rémunération, laissant un vote consultatif pour les rémunérations individuelles. La première option semble pour l'instant la plus probable, le vote consultatif ne faisant déjà pas l'unanimité au sein des Etats membres, le vote contraignant paraîtrait peut-être trop radical<sup>59</sup>. En tout cas, le Royaume-Uni prend suffisamment d'avance en la matière pour ne pas avoir à modifier sa législation lorsque la réforme européenne aura lieu.

Entre l'influence britannique et le contexte européen, qu'en est-il de la position française ?

---

<sup>56</sup> John O'Donnell et Jane Merriman, « EU's Barnier urges binding shareholder vote on pay », *www.uk.reuters.com*, 16 mai 2012

<sup>57</sup> « Plan d'action de droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises »

<sup>58</sup> Le Livre Vert de 2011 aborde également la question.

<sup>59</sup> Audrey Tonnelier, « Le long chemin des actionnaires français pour voter la rémunération des patrons », *Le Monde*, 1<sup>er</sup> mars 2013.

### 3) Influence britannique et contexte européen : réflexions sur les options françaises

La France doit prendre en compte cette réforme européenne à venir. Mais il se pourrait qu'elle n'ait pas à le faire, puisqu'elle semble actuellement déjà influencée par le Royaume-Uni, qui va plus loin.

En effet, la mission d'information mise en place par la Commission des lois s'était rendue à Londres, et dit clairement s'inspirer des débats britanniques. Le rapport du 20 février 2013 énonce par exemple expressément que « s'inspirant des initiatives prises par certains parlementaires britanniques [lors des débats actuels], votre Rapporteur estime qu'il faudrait reconnaître aux actionnaires un droit de veto sur les principes et le détail des rémunérations tels qu'ils leur sont soumis ». Même avant ce rapport, lorsque la Direction Générale du Trésor avait émis sa consultation en août 2012, certaines réponses montraient certaines ressemblances avec les suggestions débattues au Royaume-Uni, et la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) avait par exemple proposé un modèle de vote de say-on-pay très proche de celui du projet de loi britannique.

Comme au Royaume-Uni puis aux Etats-Unis, de nombreuses voix s'élèvent en France contre un « vote contraignant de say-on-pay » car cela semblerait trop brutal de donner ce pouvoir à l'assemblée générale des actionnaires alors que le débat ne fait guère l'unanimité. On a dit plus tôt qu'il fallait se méfier de cette expression et préciser ce qu'on entend soumettre à un tel vote, mais nombreux sont ceux qui n'opèrent pas une telle distinction au cours des débats. En tout cas, les acteurs favorables à un vote purement consultatif n'ont pas de raison de distinguer puisqu'ils rejettent tout vote contraignant. En réponse à la consultation de la Direction Générale du Trésor, l'IFA suggérait d'ailleurs de commencer par introduire le vote consultatif pendant deux années, puis de décider après l'observation des résultats.

Vers quelle option la France pourrait-elle se diriger ? Cela n'étant même pas encore envisagé au Royaume-Uni, il est déjà certain que la France n'introduira pas directement de vote contraignant sur les rémunérations individuelles. Certains commentateurs avancent que cela serait de toute façon impossible puisque l'assemblée générale ne se réunit qu'une fois par an, alors que les nominations ont lieu au cours de l'année et qu'il serait coûteux d'organiser une assemblée générale à chaque nomination<sup>60</sup>. Au contraire, Proxinvest répond que rien n'empêcherait au dirigeant nouvellement nommé de prendre ses fonctions dans les conditions

---

<sup>60</sup> Vincent Téchené, « Rémunération des dirigeants de sociétés: que faut-il changer? Questions à Julia Noir », *Revue Lexabase Hebdo édition affaires* n°314 du 25 octobre 2012.

de son prédécesseur, jusqu'à ce qu'une assemblée générale ait lieu<sup>61</sup>. Proxinvest ne cache pas sa position très favorable à un vote contraignant, sans préciser sur quel aspect des rémunérations, sans doute le plus large possible : son président Pierre-Henri Leroy s'exclamait « le consultatif est d'inspiration anglo-saxonne, c'est de la pourriture ! Nous sommes pour le régime contraignant, car il est normal que l'actionnaire, qui fournit le capital et qui est remboursé en dernier en cas de problème, ait un vrai pouvoir de décision. »<sup>62</sup>.

Néanmoins, s'il semble difficile qu'un vote contraignant sur les rémunérations individuelles des dirigeants soit mis en place, il n'est pas impossible que le projet de loi à venir s'aligne directement sur la réforme britannique actuelle et impose un tel vote pour la politique de rémunération des trois années suivantes, tout en maintenant un vote consultatif pour les rémunérations individuelles. Dans ce cas, la France se montrerait soit en avance, soit au même point que la réforme européenne. Mais il faut bien réaliser qu'actuellement, cette position n'est partagée que par certains membres de la mission de la Commission des Lois : tout en se prononçant pour un double vote d'inspiration britannique, les autres membres souhaitent que ces votes soient tout deux purement consultatifs. Cela constituerait une solution inédite, plaçant la France entre ce qui est appliqué aux Etats-Unis et ce qui le sera bientôt au Royaume-Uni : sans se contenter d'un vote unique consultatif à l'image américaine, la France opterait pour un double vote d'inspiration britannique mais sans pour autant conférer un caractère contraignant au vote sur la politique de rémunération.

Il ne reste plus qu'à attendre le dépôt du projet de loi par le gouvernement courant 2013 pour savoir si la France s'alignera sur le projet britannique en cours.

Et si le Royaume-Uni, les Etats-Unis et la France s'accordent sur le principe d'introduire un vote de say-on-pay, les moyens et modalités de mise en œuvre ne sont pas pour autant les mêmes.

---

<sup>61</sup> Réponse de Proxinvest à la consultation du gouvernement sur la rémunération des dirigeants d'entreprise, septembre 2012

<sup>62</sup> Pauline Jacot, "Patrons, mais où se cache votre terre d'asile?", *Le Point*, 5 mars 2013.

### **§3. Les modalités du vote de say-on-pay**

Le say-on-pay, qui peut être introduit par l'emploi de divers instruments (A), n'a pas le même champ d'application dans les Etats où il est appliqué (B), et le mécanisme diffère d'un Etat à l'autre (C).

#### **A. Instruments employés pour introduire le vote de say-on-pay**

Au Royaume-Uni comme aux Etats-Unis ou en France, plusieurs voies peuvent être envisagées pour introduire la réforme dans les droits nationaux. Mais le recours à la *soft law* semble pouvoir être écarté, les partisans au vote de say-on-pay lui préférant l'instrument législatif plus contraignant et plus efficace, et ce malgré les propositions d'imposer aux grandes sociétés l'adhésion à un code de gouvernance (1). En France, on peut également s'interroger sur la pertinence de soumettre la rémunération des dirigeants à la procédure des conventions réglementées (2).

##### 1) Le recours à des dispositions contraignantes ou à la *soft law*

La *soft law* – droit mou, souple – consiste en des recommandations, réunies en matière de gouvernance d'entreprise dans un code, les sociétés s'y référant appliquant généralement le principe *comply or explain* (se conformer ou expliquer).

Historiquement, le Royaume-Uni a beaucoup recours à la *soft law* en matière de gouvernance d'entreprise. Les rapports Cadbury en 1992 et Greenbury en 1995 avaient notamment produit un code de bonnes pratiques quant aux rémunérations des dirigeants. Mais en mars 2001, le Ministère du Commerce et de l'Industrie britannique annonçait qu'il procéderait à une réforme pour une meilleure transparence dans les sociétés cotées, et que cela se ferait par le recours à une loi. Cette volonté d'appliquer un régime plus contraignant peut aussi être observée aux Etats-Unis, où la loi Sarbanes-Oxley du 30 juillet 2002 a imposé aux sociétés cotées de présenter à la SEC des comptes certifiés par leurs dirigeants. Ainsi, qu'il s'agisse du Royaume-Uni ou des Etats-Unis, le vote de say-on-pay a été introduit dans une loi : le *Companies Act* dans le premier cas, le *Dodd-Frank Act* dans le second.

La France dispose elle aussi de codes similaires, élaborés par les dirigeants d'entreprise conscients que les normes législatives ou le pouvoir réglementaire manquent parfois de souplesse pour être adaptés à la réalité des affaires.



Les organisations représentantes des entreprises et dirigeants AFEP-MEDEF ont publié en décembre 2008 un code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées qui énonce des règles de bonnes conduites résultant de leurs propres rapports et recommandations émis depuis 2003. Chaque année, ces organisations publient un rapport sur le suivi de leurs recommandations, en analysant les sociétés du SBF 120<sup>63</sup>. Le code AFEP-MEDEF étant plutôt adapté aux sociétés à grande capitalisation boursière dont l'actionnariat est dilué dans le public, l'association professionnelle des petites et moyennes sociétés cotées Middlenext a publié un code en décembre 2009 afin de compléter et d'adapter le code AFEP-MEDEF à ces dernières. Comme chez leurs homologues anglo-saxons, les sociétés qui adoptent le code sont alors soumises au principe du « comply or explain »<sup>64</sup> : elles doivent appliquer ses recommandations, ou expliquer dans leur rapport annuel pourquoi elles ne le font pas. Parmi les sujets abordés par ces codes figurent les questions relatives à la rémunération des dirigeants et le code AFEP-MEDEF est actuellement en cours de modification pour recommander le vote consultatif des actionnaires sur celle-ci.

Actuellement, les sociétés cotées peuvent librement adopter ces codes qui constituent du *soft law*, mais le rapport publié par la Commission des lois le 20 février 2013 souhaite instaurer un « meilleur équilibre entre la loi et les codes de gouvernance » en obligeant les grandes entreprises à se référer à ces derniers : invoquant un large consensus au niveau national, celui-ci propose de modifier le septième alinéa de l'article L225-37 et le huitième alinéa de L225-68 du code de commerce pour obliger les sociétés cotées et les sociétés non cotées dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan serait supérieur à 100 millions d'euros et employant à titre permanent plus de 500 salariés de se référer à un code de gouvernement d'entreprise.

Mais cette proposition ne fait pas l'unanimité : Proxinvest explique que non seulement cela irait à l'encontre de l'approche volontariste des codes de gouvernance, mais surtout, les codes AFEP-MEDEF et Middlenext sont édictés par des émetteurs, ce qui donnerait trop de pouvoir aux dirigeants. Et il serait trop simple de prendre exemple sur le Royaume-Uni où le code de gouvernance britannique (*UK Corporate Governance Code*) s'impose obligatoirement aux sociétés cotées sur certains marchés qui doivent appliquer le principe du comply or explain dans leurs rapports annuels. En effet, contrairement à la France, ces codes sont élaborés par des commissions mixtes moins partiales que les représentants des dirigeants d'entreprises : la commission Adrian Cadbury, composée de divers acteurs économiques non directement

---

<sup>63</sup> Le SBF 120 les 120 sociétés ayant la plus forte capitalisation boursière de la place de Paris.

<sup>64</sup> « Se conformer ou s'expliquer » en français.

concernés par ces mesures, avait ainsi concouru à l'élaboration de ce code. Selon Proxinvest, le problème serait donc différent de celui soulevé en France.

En tout cas, si le Royaume-Uni et les Etats-Unis, pourtant habitués à donner du poids aux recommandations de *soft law* et aux codes de gouvernance, ont opté pour la voie législative pour introduire le vote de say-on-pay, on s'attendait à ce que la France, dont le recours à la loi est généralement plus répandu, y fasse encore moins exception. Et l'annonce d'un projet de loi à venir par le gouvernement français a confirmé ces attentes.

Mais certains acteurs soutiennent que l'intervention du législateur devrait être évitée ou réduite au maximum en la matière. L'IFA, en particulier, estime qu'il faudrait plutôt renforcer les codes de gouvernance et les rendre plus contraignants, et ne faire intervenir la loi que pour imposer à toutes les sociétés faisant appel à l'épargne publique de faire justement référence à un code. Selon l'institut, il appartiendrait alors à l'AMF de vérifier son respect par les sociétés.

Il reste quand même probable que la France aura recours de façon assez large à la loi pour mettre en place le vote de say-on-pay. Seul l'IFA semble donc se prononcer en faveur d'un vote de say-on-pay figurant uniquement dans des codes de gouvernance rendus plus contraignants. Bien que le rapport de la Commission des lois publié le 20 février 2013 souhaite obliger les sociétés cotées et les grandes sociétés non cotées à adhérer à un code de gouvernance, il précise que l'introduction du vote de say-on-pay doit se faire par voie législative. Mais cela n'empêchera pas ces codes de prévoir eux aussi un tel vote, le président de l'AFEP ayant d'ailleurs annoncé que le code AFEP-MEDEF serait complété par le dispositif de vote consultatif au cours des prochains mois<sup>65</sup>.

Si la France a recours aux dispositions législatives pour mettre en place le vote de say-on-pay, ne devrait-elle pas se tourner vers les conventions réglementées ?

## 2) Discussions sur l'application des conventions réglementées en France

En France, on peut se demander si le say-on-pay ne devrait pas se voir appliquer la procédure des conventions réglementées.

Cette procédure légale encadre les contrats conclus entre la société et l'un de ses dirigeants ou actionnaires, ou encore entre deux sociétés liées. Pour les sociétés anonymes, elle est prévue aux articles L225-38 et suivants Com. pour les monistes (ou L225-86 et suivants pour les

---

<sup>65</sup> Hebdo des AG n°1 du 15 avril 2013.

dualistes). La convention est soumise à une autorisation préalable du conseil d'administration (ou conseil de surveillance), puis à un rapport du commissaire aux comptes, et enfin à l'approbation par l'assemblée générale. La convention réglementée peut faire l'objet d'une nullité facultative, si le conseil d'administration n'a pas donné son autorisation et qu'elle a des conséquences dommageables pour la société, sauf si cette nullité est couverte par une assemblée générale et un rapport spécial du commissaire aux comptes. Mais dès que le conseil d'administration a donné son autorisation, la nullité de la convention ne peut plus être recherchée sur ce fondement, mais demeure le terrain de la responsabilité. Ainsi, lorsque l'assemblée générale des actionnaires désapprouve une convention ou que le rapport du commissaire au compte fait défaut, la convention reste valable, mais d'éventuelles conséquences préjudiciables à la société peuvent être mises à la charge de l'intéressé, voire des autres membres du conseil d'administration<sup>66</sup>.

L'article L225-42-1 du Code de Commerce soumet déjà les indemnités de fin de contrat et retraites-chapeau des dirigeants des sociétés cotées à cette procédure. En plein débats sur l'introduction du vote de say-on-pay, on peut se demander s'il ne serait pas cohérent d'étendre cette procédure aux rémunérations fixes et variables perçues par les dirigeants au titre de l'exercice de leurs fonctions. La présidente de l'Association de défense des actionnaires (ADAM), Colette Neuville, estime que rien ne justifie un régime différent pour les autres sommes versées aux dirigeants par la société<sup>67</sup>. Mais d'autres acteurs, tel que le président de l'AMF Gérard Rameix, suggèrent au contraire de suivre la voie britannique et américaine en instituant un vote autonome de say-on-pay sur un ou plusieurs rapports relatif aux rémunérations des actionnaires.

Déjà, si dans les sociétés anonymes, les rémunérations des dirigeants exécutifs<sup>68</sup> et des administrateurs<sup>69</sup> se voient appliquer un régime différent, c'est parce qu'elles sont considérées comme ayant un caractère institutionnel, et non pas conventionnel. Dans les deux cas, le conseil d'administration se voit conférer par la loi le pouvoir de fixer ou de répartir ces rémunérations, et il était également opportun, peu après la loi du 24 juillet 1966<sup>70</sup>, de ne pas avoir à révéler les rémunérations des dirigeants aux actionnaires<sup>71</sup>. Par la suite, les indemnités de départ se sont vues soumises à la procédure des conventions réglementées, ainsi que les

---

<sup>66</sup> L225-41 Com.

<sup>67</sup> Rapport de la Commission des lois publié le 20 février 2013 sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises.

<sup>68</sup> L225-47 Com.

<sup>69</sup> L225-53 Com.

<sup>70</sup> Loi 66-537 du 24 juillet 1966.

<sup>71</sup> Par la suite, la loi NRE du 15 mai 2001 a rendu publiques ces informations, avant que la loi 2003-706 de Sécurité Financière du 1<sup>er</sup> août 2003 ne limite ces exigences aux sociétés cotées.

rémunérations exceptionnelles touchées par les administrateurs pour des missions ou mandats qui leur sont confiés<sup>72</sup>.

La procédure des conventions réglementées aurait-elle plus de force qu'un vote de say-on-pay au sens commun ? On peut penser que oui, puisque même si la convention désapprouvée par l'assemblée des actionnaires n'est pas annulée, le conseil d'administration subit une pression lorsqu'il sait que les éventuelles conséquences préjudiciables pourraient être mises à sa charge, ce qui l'inciterait à revoir la convention pour éliminer ce risque. Contrairement à un vote consultatif de say-on-pay sur les rémunérations individuelles, la procédure des conventions réglementées introduirait un risque juridique, et le conseil d'administration ne voudrait pas voir engagée sa responsabilité. Une telle procédure ne serait pas incompatible avec la mise en place, à côté, d'un vote contraignant *ex-ante* sur la politique de rémunération : les actionnaires voteraient sur celle-ci, et les rémunérations individuelles feraient l'objet de la procédure des conventions réglementées. Cela donnerait notablement plus de force au régime français de say-on-pay, en comparaison du régime britannique. De plus, hors procédure des conventions réglementées, le dirigeant qui est aussi administrateur peut voter sur sa propre rémunération<sup>73</sup>, tandis que dans le cadre de cette procédure, l'intéressé ne pourrait pas prendre part au vote<sup>74</sup>.

Mais une autre option pourrait aussi être envisagée : plutôt que les rémunérations des dirigeants rejoignent la procédure des conventions réglementées, il serait également possible que les indemnités de fin de contrat et retraites complémentaires rejoignent la procédure de vote de say-on-pay de « droit commun ». Le rapport de la Commission semble implicitement privilégier cette option en suggérant le vote consultatif annuel *ex-post* qui porterait sur les rémunérations « fixes et variables, mais aussi sous forme d'indemnités de bienvenue, de départ et de non concurrence ». Cela aurait d'ailleurs pour effet d'aligner le régime des indemnités de départ des grandes sociétés cotées et non cotées : actuellement, seules les indemnités de départ des dirigeants des sociétés cotées sont soumises à la procédure des conventions réglementées<sup>75</sup>, alors que la réforme suggérée par la Commission des lois vise autant les grandes sociétés non cotées que les sociétés cotées.

---

<sup>72</sup> L225-46 Com.

<sup>73</sup> A noter que le problème ne se pose pas pour les sociétés anonymes dualistes, puisque le conseil de surveillance fixe la rémunération de chacun des membres du directoire, et que conformément à L225-74 Com., aucun membre du conseil ne peut faire partie du directoire.

<sup>74</sup> L225-40 Com.

<sup>75</sup> L225-42-1 Com.

En l'état actuel des choses, peu d'acteurs semblent évoquer le sujet des conventions réglementées, et les débats restent centrés sur le principe général de faire voter ou non les actionnaires sur les rémunérations des dirigeants. Il sera donc intéressant de voir la position qu'adoptera le projet de loi qui sera déposé par le gouvernement au cours des prochains mois.

Mais quels que soient les instruments retenus, quel est le champ d'application du vote de say-on-pay ?

## **B. Le champ d'application du vote de say-on-pay**

Une fois le vote de say-on-pay introduit, il est nécessaire de définir quelles sociétés y sont soumises (1) et quels sont les dirigeants concernés (2).

### 1) Sociétés concernées

Ces dernières années, des réformes ont déjà touché les rémunérations des dirigeants d'entreprises publiques<sup>76</sup> en France, ou celles des dirigeants d'entreprises recevant une aide de l'Etat aux Etats-Unis<sup>77</sup>, ou le droit européen débat régulièrement au sujet de celles des dirigeants d'établissements financiers, particulièrement surveillés depuis la crise<sup>78</sup>.

Que ce soit au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en France, les sociétés cotées sont prioritairement visées par les réformes de gouvernance d'entreprise : les actionnaires des sociétés cotées constituant des groupes variés et plus dispersés que dans les sociétés non cotées, ils peuvent moins contrôler les actions des dirigeants de la société. Dès lors, le risque de décisions contestables et d'une mauvaise gouvernance d'entreprise serait accru dans les premières, justifiant de mieux les informer et de leur donner les moyens de réagir<sup>79</sup>.

Ainsi, le vote de say-on-pay britannique s'applique aux sociétés cotées constituées au Royaume-Uni : cela comprend environ 1060 sociétés cotées dans cet Etat, et environ 100 sociétés cotées dans un autre (notamment au NYSE ou NASDAQ)<sup>80</sup>. Aux Etats-Unis, la loi

---

<sup>76</sup> Décret n° 2012-915 du 26 juillet 2012 relatif au contrôle de l'Etat sur les rémunérations des dirigeants d'entreprises publiques

<sup>77</sup> Le 17 février 2009, une loi américaine (the *American Recovery and Reinvestment Act*) impose le vote de say-on-pay aux sociétés recevant une aide du gouvernement

<sup>78</sup> Livre Vert sur le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération du 2 juin 2010

<sup>79</sup> Etude du Department for Business Information & Skill « Executive pay : shareholder voting rights consultation », 14 mars 2012.

<sup>80</sup> Statistiques fournies par le London Stock Exchange.

Dodd-Frank avait commencé par imposer le vote de say-on-pay à toutes les grandes sociétés cotées capitalisées à plus de 75 000 000\$ : depuis janvier 2013, toutes les sociétés cotées aux Etats-Unis sont désormais concernées. Mais le *JOBS Act* adopté le 5 avril 2012 permet aux sociétés réalisant un chiffre d'affaires inférieur à un milliard de dollars de ne pas être soumises au vote de say-on-pay durant les cinq années postérieures à leur cotation en bourse, si elles maintiennent ce seuil.

En France, lors de la consultation émise par la Direction Générale du Trésor, l'IFA suggérait de comprendre dans la réforme les 120 sociétés cotées au SBF 120<sup>81</sup>. La SFAF proposait d'y inclure toutes les sociétés cotées en France, mais aussi les sociétés non cotées dont le total du bilan ou le chiffre d'affaires est supérieur ou égal à 100 millions d'euros et disposant de plus de 500 salariés permanents<sup>82</sup>. Proxinvest se prononçait sans surprise en faveur d'un say-on-pay appliqué à toutes les sociétés, cotées ou non.

La Commission des lois s'est rangée à l'opinion de la SFAF : elle suggère de ne pas limiter la mesure aux sociétés cotées et d'y soumettre également les grandes sociétés non cotées, en se référant aux mêmes seuils. Si cette suggestion était suivie par le projet de loi, cela constituerait une innovation comparée aux réformes anglo-saxonnes dont le champ d'application est plus restreint, démontrant la volonté que les règles de bonne gouvernance d'entreprise s'appliquent à toutes.

## 2) Dirigeants concernés

Depuis 2002, les réformes britanniques de say-on-pay se sont appliquées aussi bien aux administrateurs non exécutifs qu'aux administrateurs exécutifs, c'est-à-dire aux membres de la direction managériale<sup>83</sup>. En revanche, aux Etats-Unis, le champ d'application de la réforme américaine s'est montré plus restreint : le vote de say-on-pay ne concerne que cinq personnes dans la société, c'est-à-dire le directeur général, le directeur financier, et les trois cadres percevant les plus hautes rémunérations dans l'entreprise.

Cette différence s'explique notamment par les mécanismes de fixation au sein des sociétés dans chacun de ces Etats : aux Etats-Unis, la rémunération des administrateurs est décidée par

---

<sup>81</sup> Le SBF 120 comprend les sociétés du CAC40, celles du CACNext20, et celles du CACMid60 [60 premières capitalisations des premiers et second marchés suivant les 60 précédentes].

<sup>82</sup> Cela vise les mêmes sociétés que celles soumises aux dispositions de la loi 2010-788 Grenelle II du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement.

<sup>83</sup> Le terme *directors* employé par la loi comprend aussi bien les *executive directors* que les *non executive*.

le conseil d'administration mais souvent, les statuts prévoient que les actionnaires fixent un montant global qui sera ensuite réparti par le conseil à ses administrateurs. Cela se rapproche donc du dispositif des jetons de présence en France<sup>84</sup>. Tandis qu'au Royaume-Uni, tous les dirigeants sont membres du conseil d'administration, et la tâche de fixer la rémunération des administrateurs non exécutifs incombe souvent à un comité de rémunération, ces mêmes comités dont l'impartialité a été critiquée, ce qui expliquerait donc qu'au Royaume-Uni, la réforme de say-on-pay étende également le contrôle des actionnaires à la rémunération de ces administrateurs. Mais cette raison n'est peut-être pas exclusive : il arrive qu'aux Etats-Unis, la rémunération des administrateurs non-exécutifs soit confiée au conseil d'administration et non pas aux actionnaires, et à ce niveau la réforme américaine a donc été moins ambitieuse.

D'autant plus qu'en France, l'enveloppe des jetons de présence est également fixée par l'assemblée générale, ce qui n'empêche pas certains acteurs de vouloir soumettre au vote des actionnaires les rémunérations de tous les mandataires sociaux. Bien que la notion de mandataire social ne semble pas être définie par le législateur, elle engloberait le président, directeur général, les directeurs généraux délégués, les administrateurs, les membres du conseil de surveillance et les membres du directoire<sup>85</sup>. D'autres, tels que l'IFA, veulent seulement y soumettre celles des dirigeants exécutifs, en excluant du champ d'application les mandataires sociaux non exécutifs, c'est-à-dire les administrateurs ne participant pas à la direction de l'entreprise.

La mission de la Commission des lois souhaite inclure dans la réforme les dirigeants-mandataires sociaux, expression qu'elle semble utiliser pour désigner aussi bien les administrateurs que les dirigeants exécutifs. Si le projet de loi se conformait à son rapport, la France s'alignerait encore une fois sur la réforme britannique, ce qui n'est guère étonnant puisque les membres de la mission se sont rendus à Londres pour apprécier les enjeux de la réforme française. Au sujet des dirigeants concernés, tout comme au Royaume-Uni, la réforme française aurait donc un champ d'application plus large que la réforme américaine : il semblerait que les Etats-Unis, tout en marchant dans les traces des Anglais, se sont montrés plus frileux dans l'étendue de la réforme. Encore une fois, dans l'hypothèse où le projet de loi français suivrait les suggestions du rapport de la Commission des lois, la France rattraperait non seulement son retard sur les Etats-Unis, mais irait encore plus loin en matière de gouvernance d'entreprise quant au vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants.

---

<sup>84</sup> L225-45 du code de commerce.

<sup>85</sup> Bulletin mensuel COB d'avril 2012, n°367

Si le principe du vote de say-on-pay est admis, son champ d'application varie donc en fonction des Etats qui décident de le mettre en place. Comment le dispositif s'applique-t-il ?

### **C. Le mécanisme du vote sur la rémunération des dirigeants**

Précurseur en matière de vote de say-on-pay, le Royaume-Uni est suivi par un nombre croissant d'Etats. Mais si tous s'accordent sur le principe de laisser les actionnaires s'exprimer sur les rémunérations de certains dirigeants, la fréquence d'un tel vote ne fait pas l'unanimité (1). De plus, et comme vu précédemment, les Etats introduisent parallèlement aux réformes de say-on-pay de nouvelles exigences de transparence spécifiques à ce vote (2).

#### 1) Le déroulement du vote de say-on-pay

Au Royaume-Uni, le mécanisme du vote consultatif fonctionne de la façon suivante : avant l'assemblée générale annuelle qui se tient généralement en avril, mai ou juin, la société dévoile les rémunérations de l'exercice précédent dans un rapport qui détaille la composition de celles-ci et les raisons expliquant le choix des éléments versés aux dirigeants. Les actionnaires votent « oui » ou « non » sur le programme global de ces rémunérations, sans se prononcer sur un élément en particulier. La société doit révéler les résultats du vote peu après l'assemblée générale (généralement dans les quatre jours), et indiquer au cours de l'année suivante si le conseil d'administration a pris en compte ce résultat dans sa politique de rémunération, et si oui dans quelle mesure.

Mais tandis qu'au Royaume-Uni, le vote doit être organisé chaque année, aux Etats-Unis, il peut n'être que triennal, même si les informations sont transmises chaque année. Pour essayer de compenser cette faveur accordée aux émetteurs en comparaison du régime britannique, la loi Dodd-Frank a aussi créé un *frequency vote*, c'est-à-dire un vote qui doit avoir lieu au moins tous les six ans, à l'occasion duquel les actionnaires s'expriment sur la fréquence à laquelle ils voudraient que soient organisés des votes de say-on-pay. En outre, cette même loi a créé un vote de say-on-pay sur les indemnités de départ des dirigeants qui doit être spécialement organisé en cas de fusion ou d'acquisition de la société.

Lorsque le Royaume-Uni passera sa nouvelle réforme, le vote consultatif *ex-post* sur les rémunérations versées sera annuel, tandis que le vote obligatoire *ex-ante* sur la politique de



rémunération devra être organisé au moins tous les ans, ou avoir lieu à chaque modification substantielle de cette politique de rémunération.

Quant au projet de loi français, il aura le choix entre trois options : s'il veut devancer la réforme européenne et s'aligner sur le Royaume-Uni, il organisera un vote consultatif annuel *ex-post* et un vote contraignant *ex-ante* à chaque changement substantiel de la politique de rémunération ou triennal ; s'il préfère franchir les étapes une à une, il organisera un vote consultatif *ex-post* sur la politique de rémunération et les rémunérations versées, comme celui dont dispose actuellement le Royaume-Uni ; s'il veut encore plus atténuer l'introduction du vote de *say-on-pay*, il mettra en place un vote consultatif triennal obligatoire, semblable à celui actuellement en vigueur aux Etats-Unis, qui n'empêchera pas pour autant les sociétés volontaires d'en organiser un tous les ans. Avec les réformes européennes annoncées, il serait étonnant que la France opte pour cette dernière option, ne serait-ce que pour ne pas garder une place de « mauvais élève » jusqu'au dernier moment autorisé par la future directive européenne. Le rapport de la Commission des lois publié le 20 février 2013 se prononçait d'ailleurs en faveur de la première option, soit telle quelle, soit dans une version allégée, c'est-à-dire en remplaçant le vote contraignant par un vote consultatif.

Lors des débats préalables à la réforme du Dodd-Frank Act aux Etats-Unis, certains souhaitaient instituer un vote triennal de *say-on-pay* qui prendrait la forme de plusieurs votes consultatifs sur différents éléments des rémunérations (un vote pour la rémunération annuelle, un vote pour les indemnités de fin de contrat, un vote pour les plans de rémunération à long terme). Cette proposition rencontra rapidement la résistance des sociétés concernées et fut abandonnée<sup>86</sup>. En France, cette option ne sera probablement pas retenue puisque les indemnités de fin de contrat font déjà l'objet d'un vote des actionnaires, et nombreux sont ceux qui avancent que les informations seraient déjà trop compliquées pour les actionnaires. Le rapport de la Commission des lois de février 2013 citait par exemple Stephen Haddrill, directeur de FRC<sup>87</sup> qui indiquait qu'il vaudrait mieux ne soumettre à ces derniers qu'un seul chiffre par dirigeant, correspondant à sa rémunération globale, pour une meilleure lisibilité.

En tout état de cause, la grande majorité des acteurs français ne souhaite pas que le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants remette en cause les votes contraignants existant déjà pour les éléments de rémunérations donnant accès au capital de la société (attribution d'actions gratuites et stock-options) : cette opinion est partagée par les membres de la Commission des lois.

---

<sup>86</sup> Proposition notamment soutenue par l'United Brotherhood of Carpenters.

<sup>87</sup> Autorité britannique de *reporting* financier FRC (*Financial Reporting Council*),

Parallèlement à l'introduction du principe même du vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants, de nouvelles exigences de transparence ont été posées.

## 2) Les rapports soumis au vote de say-on-pay

Que ce soit au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en France, les réformes relatives à l'institution d'un vote de say-on-pay vont toujours de pair avec la volonté d'améliorer l'information communiquée aux actionnaires. Cela est logique puisque ces derniers votent sur les rapports qui leur sont soumis, et pour un vote éclairé, ces rapports doivent être améliorés. L'imbrication étroite entre ces deux aspects des réformes se voit particulièrement avec la réforme britannique en cours, puisque la distinction entre les deux votes de say-on-pay s'opère à travers la mise en place de deux parties distinctes du rapport d'information sur les rémunérations. Et plutôt que de présenter une multitude d'informations sur les parties fixes et variables, les retraites, les avantages en nature, et divers éléments constituant ces rémunérations, la nouvelle loi imposerait de présenter un chiffre unique et total par dirigeant. « *Cela paraît basique... c'est en réalité une révolution !* » estime Deborah Hargreaves, présidente de l'observatoire britannique des hautes rémunérations.

Les Etats-Unis adoptent aussi la démarche d'améliorer la transparence en même temps que le contrôle des actionnaires sur les rémunérations : par exemple, au sujet des parachutes dorés reçus par les dirigeants, loi Dodd-Frank présentait d'abord un paragraphe sur les nouvelles exigences de transparence (*Disclosure*), suivi du paragraphe sur le vote des actionnaires (*Shareholder approval*).

La France ne fera sans doute pas exception. La loi NRE du 15 mai 2001 a posé le principe de la transparence de la rémunération totale et des avantages de toute nature. Ensuite, la loi de Sécurité Financière du 1<sup>er</sup> août 2003 a renforcé ces exigences avec l'article L225-102-1 Com. Cet article dispose que le rapport présenté annuellement par le conseil d'administration (ou le directoire) à l'assemblée générale des actionnaires doit rendre compte des rémunérations et avantages perçus par chaque mandataire individuellement durant l'exercice, ainsi que les éléments fixes, variables et exceptionnels les composant, et les critères ayant permis d'établir ces derniers. Ce rapport ne s'applique plus désormais qu'aux sociétés cotées.

Avec les débats sur l'introduction du vote de say-on-pay, la question s'est posée de savoir s'il faudrait en plus de ce rapport créer un rapport spécial sur lequel les actionnaires

voteraient, simplement compléter ce dernier, ou ne pas y toucher. Si tout le monde semble s'accorder sur le principe d'améliorer la clarté des informations transmises aux actionnaires, différents moyens sont proposés. Ainsi, lorsque la Direction Générale du Trésor a consulté publiquement les parties prenantes à ce sujet, le SFAF et Proxinvest se sont prononcés en faveur d'un rapport spécial annuel sur la politique de rémunération et les rémunérations individuelles. Mais l'IFA n'a pas partagé cette opinion : selon l'institut, il n'est pas utile d'avoir recours à un rapport spécial alors que dans sa recommandation du 22 décembre 2008 relative à l'information à donner dans les documents de référence sur les rémunérations des mandataires sociaux, l'AMF propose l'usage de tableaux qu'il juge clairs et efficaces. Ces tableaux ne contiennent pas d'informations supplémentaires, et sont proposés dans l'optique de faciliter la compréhension des actionnaires.

Si la France décide de mettre un double vote à l'exemple du Royaume-Uni, il sera probablement plus pratique de diviser le rapport afin que les actionnaires puissent bien distinguer les informations relatives à la politique de rémunération pour le premier vote, et celles relatives aux rémunérations effectivement versées pour le second. Il est en tout cas clair que les réformes de say-on-pay ont pour corollaire l'amélioration de la qualité des informations transmises aux actionnaires.

Après de nombreux débats, le vote de say-on-pay a donc été pour la première fois introduit en 2002 au Royaume-Uni, suivi par d'autres Etats, dont les Etats-Unis en 2010. Plus de dix années plus tard au Royaume-Uni, et après deux ans d'application aux Etats-Unis, les études et observations ne manquent pas.

## **PARTIE 2 :**

### **ENJEUX ET PROBLÉMATIQUES DU VOTE DE SAY-ON-PAY**

Le Royaume-Uni, précurseur en la matière, est le premier Etat à s'être lancé dans l'expérience du vote de say-on-pay, d'abord purement consultatif. Dès sa première année d'application, les observateurs du monde entier ont analysé ses résultats pour en tirer des conséquences sur leurs propres droits nationaux. Tandis que les débats s'animaient dans divers Etats, les commentateurs scrutaient les résultats des votes de say-on-pay organisés au sein des sociétés cotées au Royaume-Uni pour savoir si oui ou non, les craintes émises par les opposants au projet se révélaient fondées : les actionnaires se montreraient-ils agressifs à l'égard des rémunérations ayant si souvent été médiatisées ? Seraient-ils incompetents, ou feraient-ils prévaloir leurs prétendus intérêts à long terme au détriment de la société ? En France, le gouvernement s'apprête à déposer un projet de loi à ce sujet. Il est donc nécessaire d'observer, pour commencer, ce qu'ont révélé des années d'application du vote de say-on-pay au Royaume-Uni et aux Etats-Unis (§1), avant d'aborder l'impact de la réforme sur les relations entre la société et ses actionnaires (§2) et les actions en justice pouvant être formées sur le fondement d'un tel vote (§3).

#### **§1. Le bilan des années d'application du vote de say-on-pay**

Les études portant sur les résultats de la réforme britannique de 2002 ne se firent pas attendre, tant des britanniques eux-mêmes, que des américains qui les observaient dans l'intention d'introduire une réforme similaire aux Etats-Unis. Des années plus tard, les études sur l'application de la réforme outre-Atlantique ne manquent pas non plus. Il est intéressant de constater ce que ces résultats révèlent (A), et l'impact d'un vote de say-on-négatif sur la société (B).

##### **A. Les résultats des votes des actionnaires sur la rémunération des dirigeants**

Les votes de say-on-pay ayant donné lieu à des très résultats très majoritairement favorables aux rémunérations des dirigeants (1), il convient de s'interroger dans quelle mesure ces dernières ont été impactées par la réforme (2).

## 1) Des votes très favorables aux rémunérations des dirigeants

### a. Les rares rejets des rémunérations par les actionnaires

Après dix ans de votes de say-on-pay au Royaume-Uni et deux années aux Etats-Unis, les résultats sont incontestables : rares sont les résolutions qui ont donné lieu à un rejet par les actionnaires des rémunérations soumises.

Au Royaume-Uni, l'étude de Jeffrey N. Gordon n'a répertorié au cours des six premières années qu'une dizaine de ces résolutions donnant lieu à une majorité simple de voix défavorables. La proportion de votes négatifs sur le total des voix a diminué année après année entre 2003 et 2007, passant d'une moyenne d'environ 10% à 6% en 2007, bien que les années 2011 et 2012 aient enregistré une hausse, présentant de nouveau une moyenne de 10%, mais ces dernières années étaient marquées d'une particulière sensibilité des actionnaires due à la crise financière. Ainsi, non seulement les majorités simples défavorables ne sont quasiment jamais atteintes, mais la moyenne des voix négatives en est loin.

Aux Etats-Unis également, l'analyse des votes de say-on-pay au cours des années 2011 et 2012 révèle des résultats très majoritairement favorables aux rémunérations. Ainsi, seules 1,2% des sociétés du Russell 3000<sup>88</sup> en 2011 et 2,6% en 2012 ont échoué au vote de say-on-pay, c'est-à-dire qu'elles ont obtenu moins de 50% de votes favorables. En 2012, 72,5% d'entre elles ont obtenu plus de 90% de votes favorables, 18,6% entre 70 et 90% et 6,3% entre 50 et 70%. Autrement dit, au cours de l'année 2012, 97,4% des sociétés du Russell 3000 ont reçu au moins une majorité simple de votes favorables des actionnaires sur les rémunérations de leurs dirigeants.

Que ce soit au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis, force est donc de constater que les majorités de votes défavorables sur ces résolutions furent très peu nombreux.

Et dans ces deux Etats, les mêmes raisons expliquant ces rares votes négatifs sont exprimées par les actionnaires<sup>89</sup> : inadéquation perçue entre les performances de la société et ces rémunérations, l'actionnaire qui voit le cours de bourse dégringoler ayant plus de mal à accepter des montants élevés ; la composition des rémunérations jugée mauvaise ; le sentiment d'une mauvaise gouvernance d'entreprise, ou encore d'un manque de transparence

---

<sup>88</sup> Le Russell 3000 regroupe les 3000 plus grandes entreprises américaines.

<sup>89</sup> Edward A. Hauder, « Failed say-on-pay votes : a road map to recovery », *Bloomberg BNA Pension and benefit daily*, 2012

dans les raisons justifiant les rémunérations. Par exemple, les grands actionnaires se sont plaints de l'absence de mécanisme de restitution des rémunérations basées sur les résultats de la société en cas de mauvaise performance ultérieure de la celle-ci<sup>90</sup>. L'étude Carter et Zamora parue en janvier 2009 qui a observé le say-on-pay au Royaume-Uni, énonce ainsi que les votes négatifs interviennent surtout dans les sociétés où les salaires et les bonus sont les plus élevés comparés aux performances de la société<sup>91</sup>.

Certains opposants au vote de say-on-pay avaient douté que les actionnaires adopteraient une telle logique. Et il est intéressant de constater que dans la médiatisation des votes de say-on-pay, certains auteurs maintiennent cette tendance à comparer les résultats en fonction des montants reçus par les dirigeants, au lieu de les comparer en fonction des facteurs tels que leur adéquation avec la performance de la société : par exemple, un article qualifiait les actionnaires d'inconstants en comparant l'opposition des actionnaires de la société de publicité WPP au bonus de 8,6 millions d'euros de son directeur général représentant cinq fois son salaire, et le large soutien des actionnaires de la société pétrolière BP au bonus de son dirigeant représentant neuf fois son salaire<sup>92</sup>. Il aurait plutôt fallu comparer les performances de ces deux sociétés pour déterminer si les actionnaires suivent généralement une logique.

#### b. Facteurs expliquant le soutien apparent des actionnaires

Plusieurs raisons peuvent expliquer la rareté des votes négatifs de say-on-pay au cours de ses années d'application.

Il pourrait d'abord être avancé, de façon idéale mais peut-être utopique, que de tels chiffres révèlent que la quasi-totalité des actionnaires des sociétés ayant mis en œuvre le vote de say-on-pay se montrent satisfaits des rémunérations des dirigeants, les jugeant en adéquation avec les intérêts de la société. S'il n'est pas question ici d'apprécier la légitimité des rémunérations, et si les actionnaires sont sans doute satisfaits dans de nombreux cas, ce n'est probablement pas cette raison qui explique de tels chiffres pour la quasi-totalité des sociétés.

---

<sup>90</sup> Mécanisme de « *clawback* ».

<sup>91</sup> Mary Ellen Carter et Valentina Zamora, « Shareholder Remuneration Votes and CEO Compensation Design », AAA 2008 MAS Meeting paper, janvier 2009

<sup>92</sup> Carmel Crimmins et Sinead Cruise, « Second « shareholder spring » unlikely to bloom in Europe », [www.uk.reuters.com](http://www.uk.reuters.com), 24 mars 2013

Toutefois, en analysant les résultats des votes au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, il peut être constaté qu'ils ne prennent pas en compte le total des voix, mais établissent les pourcentages sur le total des votes exprimés. Or, il n'est pas rare que les actionnaires s'abstiennent de voter, et de telles abstentions jouent en faveur des rémunérations soumises au vote. Ainsi, au Royaume-Uni entre 2007 et 2011, le nombre de sociétés cotées au FTSE All-Share<sup>93</sup> s'étant vu opposer un vote défavorable de say-on-pay serait passé de 11 à 19 si avaient été pris en compte les votes d'abstention, et certains scores très favorables aux rémunérations des dirigeants – c'est-à-dire supérieurs à 95% d'approbation – descendraient alors plutôt autour de 60%.

Quelles sont les raisons de ces abstentions ? On ne peut répondre avec certitude, mais il semblerait peu probable que les actionnaires s'abstiennent de voter dans le but de montrer leur mécontentement. En revanche, il ne serait pas étonnant que des actionnaires soient simplement indifférents à la question des rémunérations des dirigeants, ou bien que mécontents, n'aillent pas voter car jugeant cette démarche inutile : le professeur américain Steven M. Davidoff les disait déjà peu enclins à militer au sujet des rémunérations, car cela prendrait du temps pour un résultat incertain profitant aussi à ceux ne s'étant pas mobilisés. A ceux qui répondraient que cela serait ici pour le moins curieux puisque la réforme du say-on-pay leur donne justement la parole, le journaliste américain Gretchen Morgenson les compare aux citoyens qui ne vont pas voter aux élections politiques, laissant la décision aux mains d'autres acteurs : les actionnaires abdiqueraient leurs droits et devoirs de propriétaires, laissant le champ libre aux autres actionnaires.

De plus, il faut cumuler ce facteur d'abstention avec le fait que les dirigeants et leurs proches détiennent parfois des actions dans la société, pour constater que les résultats diffèrent significativement. A titre d'exemple, aux Etats-Unis, la société Viacom a reçu 3,41% de votes défavorables et 82% de votes favorables en 2011, avec 15% d'abstention. Sauf que si l'on ôte les voix du président de la société qui détient de nombreuses actions, et qu'on ne retient que celles des actionnaires indépendants, seuls 8,9% d'entre eux se sont prononcés en faveur des rémunérations, et 17,3% se sont abstenus de voter. Les chiffres sont très révélateurs : derrière les 82% d'approbation, 73,8% des actionnaires indépendants s'opposaient en réalité à la rémunération.

Les commentateurs abordent donc ces résultats de deux manières possibles. Soit ils les considèrent encourageants, en retenant que dans l'absolu, les majorités écrasantes favorables

---

<sup>93</sup> Indice boursier qui comprend 1000 des sociétés cotées au London Stock Exchange.

aux rémunérations et la quasi-absence de majorités défavorables montrent avant tout que les actionnaires ne sont pas insatisfaits des rémunérations des dirigeants. Soit ils adoptent une position très critique vis-à-vis du comportement des actionnaires qui ne prendraient pas leurs responsabilités.

## 2) Les effets du vote de say-on-pay sur les rémunérations

### a. Des rémunérations davantage liées aux performances de la société

L'objectif du vote était notamment de lier plus étroitement les rémunérations avec les performances de la société. Et puisque l'inadéquation avec ces dernières était régulièrement critiquée avant l'adoption de la réforme au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, le vote de say-on-pay devrait théoriquement avoir pour conséquence de réduire le montant de ces rémunérations.

Sur le premier point, selon une étude de F. Ferri et David Maber<sup>94</sup> publiée en 2006, soit après 3 ans d'application au Royaume-Uni, le vote de say-on-pay a effectivement augmenté la vigilance des organes de la société sur la mise en place de critères plus étroitement liés aux performances de celle-ci, et particulièrement pour les sociétés dont les rémunérations avaient donné lieu à controverse avant la réforme ou à des votes défavorables lors du premier vote consultatif<sup>95</sup>. Mais l'étude montre que si la rémunération a tendance à baisser lorsque les performances diminuent, elle a moins tendance à augmenter lorsque les performances augmentent : cela s'expliquerait par le fait que la préoccupation est d'éviter les récompenses pour l'échec, plutôt que de récompenser pour la réussite qui n'a jamais réellement posé problème. D'ailleurs, il semblerait que ces récompenses pour l'échec, qui étaient vivement critiquées, sont devenues de plus en plus rares : désormais, les sociétés britanniques offrent moins de contrats s'étendant sur plus d'une année et prévoient de plus en plus de mécanismes servant à lier performance et rémunérations. La même tendance peut être observée aux Etats-Unis : les études montrent qu'avant même la mise en place du premier vote de say-on-pay en

---

<sup>94</sup> Fabrizio Ferri, David A. Maber, "Say on pay votes and CEO compensation: evidence from the UK", *Review of Finance* (2012), 14 février 2012

<sup>95</sup> L'étude utilise comme référentiel le ROA (*return on assets*) plutôt que le TSR (*total shareholder return*) qui n'inclut pas les dividendes et les rachats d'actions.



2011, de nombreuses sociétés cotées ont modifié leurs programmes de rémunération pour les aligner davantage à la performance de la société<sup>96</sup>.

Tandis que certains auteurs estiment que ces rapprochements entre rémunérations et performances sont dus au vote de say-on-pay, d'autres les attribuent plutôt aux nouvelles exigences de transparence. Mais l'effet de ces dernières ne doit pas être surestimé, puisqu'au Royaume-Uni, les standards du London Stock Exchange<sup>97</sup> imposaient déjà aux sociétés y étant cotées de respecter certaines règles de transparence, sans que de telles conséquences sur les performances furent observées. De plus, l'étude Deloitte Touche parue en 2004, qui rapporte que parmi les investisseurs institutionnels interrogés, 70% considéraient que le vote de say-on-pay avait un « impact très important » sur les nouvelles structures de rémunération, tandis que seuls 36% jugeaient l'impact des nouvelles règles de transparence d'une importance au moins égale. En fait, il serait plus sage de déduire ces effets à la fois des réformes en matière de transparence et de l'introduction du vote de say-on-pay qui vont d'ailleurs de pair.

#### b. Effets sur les montants des rémunérations des dirigeants

Toutefois, malgré l'introduction du vote de say-on-pay, les rémunérations des dirigeants au Royaume-Uni ont augmenté de façon importante, que ce soit dans leur part fixe ou variable. Dans un échantillon de sociétés britanniques étudié par Michel Magnan, la rémunération moyenne des directeurs généraux des sociétés cotées aurait augmenté de 50 à 72% entre 2002 et 2007<sup>98</sup>. Encore récemment, en 2012, la rémunération des dirigeants des sociétés du FTSE 100 s'est vue augmenter de 27% par rapport à 2011<sup>99</sup>.

Ainsi, lorsque les chiffres sont analysés dans l'absolu, sans tenir compte du contexte, on déduit rapidement que le dispositif n'a généralement pas conduit à modérer l'évolution de ces rémunérations. Ceux qui appellent à la prudence quant à l'introduction du vote de say-on-pay en France, tel que le président du Club des présidents des comités des rémunérations Michel Fabiani, n'hésitent d'ailleurs pas à rappeler que le Royaume-Uni exhibe des montants très élevés alors que la réforme y a été introduite en 2002. Et certains vont même jusqu'à évoquer un « effet pervers » du vote de say-on-pay : selon eux, non seulement la grande majorité de

---

<sup>96</sup> Randall S. Thomas, Alan R. Palmiter et James F. Cotter, « Dodd-Frank's say on pay : will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance ? », *Cornell law review*, vol. 97, 2012

<sup>97</sup> Listing rule 12.43(c) du London Stock Exchange

<sup>98</sup> Michel Magnan et Claudine Mangan, « Is say on pay an effective governance tool? », [www.igopp.org](http://www.igopp.org), 2009

<sup>99</sup> Roland Gribben, « FTSE 100 directors enjoy 27pc pay rises », *The Telegraph*, 6 novembre 2012

votes de say-on-pay très favorables à ces rémunérations ne les remettent pas en cause, mais la réforme aurait un effet contraire à celui recherché, en provoquant une « pression inflationniste sur les salaires », puisqu'elle conforterait les sociétés dans leurs position en validant des rémunérations parfois excessives.

Mais si la rémunération moyenne des directeurs généraux a connu une croissance à deux chiffres entre 2002 et 2007, l'analyse de ses composantes dévoile aussi que cela est dû aux bonus indexés sur les résultats à long terme qui ont augmenté de 196%. Ce qui signifie que d'un côté les rémunérations sont plus indexées sur les performances, et de l'autre elles augmentent notablement : est-ce qu'on ne devrait donc pas déduire que cette augmentation s'explique par l'amélioration des performances de l'entreprise ?

Il est difficile d'être catégorique sur la question, car il n'est pas aisé de distinguer au sein de l'évolution de ces rémunérations, ce qui relève de la réforme de say-on-pay et ce qui relève d'autres facteurs. En tout cas, on constate que l'augmentation importante des sommes versées aux dirigeants s'est calmée dès 2008, avec la crise financière. Egalement, tandis que l'indice du marché FTSE 350 avait doublé entre 2003 et 2007, il est redescendu en 2008 à son niveau de 2002. La situation économique mondiale influence donc probablement les performances des sociétés, ce qui expliquerait la hausse des rémunérations entre 2002 et 2007. Il semble donc imprudent de tisser un lien direct entre say-on-pay et hausse des rémunérations, en estimant que comme les votes ont été majoritairement positifs, cela aurait conforté les dirigeants dans la fixation de rémunérations toujours plus importantes. S'il y a un lien entre say-on-pay et hausse des rémunérations, ce serait plutôt parce que la réforme aurait plus étroitement lié les rémunérations aux performances, et que ces dernières se sont trouvées accrues ces dernières années par le contexte économique.

Si l'on veut résumer les résultats des votes de say-on-pay au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, le premier constat est donc le faible nombre de votes négatifs sur la rémunération des dirigeants. Parallèlement, le vote de say-on-pay ne serait pas la cause directe de l'augmentation de ces dernières, et toutes les études s'accordent pour dire que les rémunérations sont plus liées aux résultats de l'entreprise depuis la réforme : comme espéré par les soutiens de celle-ci lors des débats, cet objectif serait donc atteint. Les actionnaires se montreraient capables d'évaluer la rémunération des dirigeants et de la comparer à la performance de la société, afin d'établir une sorte de système de récompense entre les

propriétaires et les dirigeants<sup>100</sup>. L'expérience révélerait que les rares votes défavorables visent surtout les rémunérations excessives accordées par des sociétés avec de pauvres résultats ou une faible transparence. Par exemple, les actionnaires de Citigroup ont voté en avril 2012 contre l'octroi de 14,8 millions de dollars au PDG de la banque, estimant qu'il était injustifié dès lors que le cours de l'action avait chuté.

Et dans ces rares hypothèses où l'actionnariat a rejeté les rémunérations des dirigeants, y a-t-il eu un impact sur la politique menée par le conseil d'administration et le niveau de celles-ci ?

## **B. L'impact d'un vote négatif de say-on-pay**

En pratique, un vote négatif renvoie à un vote recevant moins de la majorité simple de voix favorables aux rémunérations, le pourcentage s'établissant souvent en fonction du nombre de voix exprimées sans prendre en compte les abstentions. Mais comme le démontrent les débats au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en France, plusieurs possibilités se voient envisagées pour le vote de say-on-pay : il peut être purement consultatif, en partie contraignant, ou purement contraignant. Cela conduit donc à s'interroger sur l'impact d'un vote négatif lorsqu'il n'est que consultatif (1), comme au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis, puis à envisager les effets d'un vote de say-on-pay renforcé (2).

### 1) L'impact d'un vote consultatif défavorable de say-on-pay

Le dispositif du vote consultatif de say-on-pay permet au conseil d'administration de « consulter » les actionnaires, c'est-à-dire de leur donner l'opportunité d'exprimer leur avis sans pour autant être lié par celui-ci et conserver les pouvoirs sur la fixation de la rémunération. Qu'il s'agisse du Royaume-Uni ou des Etats-Unis, le vote de say-on-pay est actuellement organisé *ex-post*, à la fin de l'exercice, au sujet de la politique de rémunération déjà fixée et des sommes déjà versées.

Mais il convient dès à présent que si officiellement, un vote négatif renvoie au cas où une majorité simple de votes favorables n'a pas été atteinte (ou à une majorité simple de votes

---

<sup>100</sup> George B. Paulin, « Executive Compensation 2012 Year in Review and Implications », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 13 avril 2013

défavorables, lorsque les abstentions ne sont pas incluses dans le dénominateur), les sociétés ne se limitent pas à un tel chiffre pour considérer qu'un vote de say-on-pay est un échec. En pratique, un vote dont l'issue n'a pas été grandement favorable est déjà considéré comme critiquable : ainsi, 65% de votes positifs constituent déjà un mauvais résultat. Les études elles-mêmes dressent plusieurs catégories : les votes négatifs, les votes positifs compris entre 50 et 70% qui sont considérés mauvais, les votes entre 70 et 90% qui sont neutres ou bons selon le contexte, et un score positif de plus de 90% qui révèle un say-on-pay réussi. Selon les études, les conseils d'administration semblent vouloir éviter une proportion de votes négatifs supérieure à 25-30%<sup>101</sup>.

Et force est de constater que même consultatif, un vote négatif ou considéré pas assez bon par la société déploie quand même des effets.

Une étude publiée en 2009 par Carter et Zamora<sup>102</sup> analysant les résultats des sociétés du FTSE 350 entre 2002 et 2006 montre qu'en présence de votes négatifs, les sociétés augmentent moins les rémunérations les années suivantes et les lient davantage avec leurs performances. La même tendance peut être observée aux Etats-Unis. En 2011, la société Stanley Black & Decker s'étant vue opposer 48% d'opposition lors du vote de say-on-pay, ce qui ne constitue pas un vote négatif au sens strict, elle modifia l'année suivante sa politique de rémunération de façon significative<sup>103</sup> et réduisit de 63% la rémunération du directeur général. En 2012, la société Johnson & Johnson réforma sa politique en précisant dans le rapport que cela était dû aux résultats du say-on-pay de l'an passé.

Et les efforts des sociétés qui réagissent à des votes de say-on-pay semblent porter leurs fruits : en avril 2012, la société américaine Kforce n'avait reçu que 39% de votes favorables. Après avoir réduit et axé davantage sur le long terme les rémunérations de ses dirigeants, et mis en place des dispositifs permettant de lier celles-ci avec les performances de la société, elle a obtenu en avril 2013 des votes favorables à 98%<sup>104</sup>.

Il semble donc que le vote de say-on-pay encourage le conseil d'administration à davantage prendre en compte l'opinion des actionnaires, bien qu'il n'y soit pas tenu. Certains avancent que les actionnaires ayant le pouvoir de nommer ou de révoquer les membres du conseil, ces derniers auraient tendance à leur rendre compte de la manière dont ils ont tenu

---

<sup>101</sup> « *Institutional investors : power and responsibility* » par Luis A. Aguilar, publié par la SEC le 23 avril 2013.

<sup>102</sup> Shareholder Remuneration Votes and CEO Compensation Design, Mary Ellen Carter et Zamora, 2009

<sup>103</sup> La société Stanley Black & Decker cessa notamment les versements échelonnés au dirigeants et imposa des délais plus stricts de levée de l'option lors de l'octroi de stock options.

<sup>104</sup> Données de la société de consultants spécialistes en rémunérations des dirigeants Semler Brossy

compte de leur opinion. Le vote négatif est considéré comme la manifestation d'une perte de confiance de la part des actionnaires en l'organe du conseil.

Ainsi, lorsque ces derniers votent contre une rémunération qu'ils estiment excessive, cela augmente significativement la probabilité que celle-ci soit réduite. La quasi-totalité des sociétés qui avaient enregistré un vote négatif une année, ont obtenu un vote approubatif l'année suivante, ce qui laisse penser que le plan de rémunération a été modifié afin de se conformer aux attentes des actionnaires. En outre, une étude publiée en 2012 par Ferri et Maber décrit d'autres avantages<sup>105</sup> : selon elle, lorsque les sociétés tiennent compte d'un vote défavorable et alignent les rémunérations des dirigeants sur leurs propres performances, le marché réagirait positivement à ce comportement adopté par la société. Un vote de say-on-pay pris en compte par la société satisferait les actionnaires, mais serait aussi considéré par le marché comme une plus-value au bénéfice de la société.

En France, on peut également s'attendre à de tels résultats, et certains observateurs vont jusqu'à dire que le caractère consultatif ou contraignant du vote n'importe guère « dans la mesure où la pression sociale issue d'un vote indicatif de rejet l'emportera »<sup>106</sup>. D'autres suggèrent qu'en cas de vote négatif, le conseil d'administration publie après avis du comité des rémunérations un communiqué sur la suite qu'il entend donner aux attentes des actionnaires : c'est cette position qui sera notamment adoptée par le code AFEP-MEDEF, selon Pierre Pringuet, président de l'Afep<sup>107</sup>. La majorité des commentateurs s'accordent sur le fait que comme au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, le vote consultatif ne sera en tout cas pas dénué d'effets.

Ainsi, bien que le conseil d'administration ne soit pas juridiquement tenu de suivre l'avis des actionnaires, en pratique il n'ignore guère ce dernier. *A fortiori*, la réforme britannique qui s'apprête à introduire un vote renforcé devrait avoir un impact encore plus important en cas de résultat défavorable.

---

<sup>105</sup> Fabrizio Ferri, David A. Maber, "Say on pay votes and CEO compensation: evidence from the UK", *Review of Finance* (2012), 14 février 2012

<sup>106</sup> Jean-Jacques Uettwiller, « Faut-il repenser le statut de dirigeant d'entreprise », *La semaine juridique*, édition générale, n°16, 15 avril 2013.

<sup>107</sup> « La consultation des actionnaires sur les salaires des dirigeants en bonne voie », *Le Revenu*, 19 avril 2013.

## 2) L'impact prévisible d'un vote de say-on-pay renforcé défavorable

Comme vu précédemment, la réforme britannique à venir soumettra une partie du rapport sur les rémunérations à un vote contraignant. Les actionnaires ne se verront conférer le pouvoir de lier la société que sur la fixation de la politique de rémunération et les rémunérations individuelles demeureront soumises à un vote consultatif. Le gouvernement français s'interroge actuellement sur la pertinence d'instituer un mécanisme semblable.

Dans cette hypothèse, les actionnaires se prononcent sur la politique de rémunération avant qu'elle ne soit appliquée, la société a donc besoin de leur autorisation. En cas de vote défavorable, la société doit mettre en œuvre pour l'année à venir la précédente politique de rémunération autorisée par les actionnaires, jusqu'à ce qu'une autre politique reçoive approbation par ces derniers. Si elle le souhaite, la société pourra organiser une assemblée générale extraordinaire pour ne pas devoir attendre la prochaine assemblée annuelle. Les actionnaires encadreront donc plus étroitement les rémunérations des dirigeants, puisqu'aucune politique ne pourra être appliquée sans avoir été autorisée. Concrètement, cette politique comprendra les objectifs et grands principes théoriques des rémunérations, mais aussi les modalités de calcul, les critères retenus pour mesurer la performance lorsque les montants y sont indexés, et si un mécanisme de restitution des versements est imposé aux dirigeants. Normalement, si les critères et modes de calcul sont déterminés assez précisément, seuls devraient manquer les performances et résultats objectifs de la société pour pouvoir en déduire les rémunérations individuelles qui seront effectivement versées. Autrement dit, si celle-ci est assez détaillée, le vote contraignant sur la politique de rémunération reviendrait presque à voter sur les rémunérations individuelles, abstraction faite des résultats futurs qui manqueraient lors du vote. C'est la philosophie que semble partager le projet de loi du gouvernement britannique : si les actionnaires ne disposent pas d'un vote contraignant sur les rémunérations individuelles, c'est parce qu'un tel vote se tiendrait nécessairement *ex-post*, les rémunérations se voyant fixées tout au long de l'exercice en fonction des résultats de la société, et qu'il serait trop compliqué d'en tirer les conséquences s'il s'avérait défavorable. Il serait notamment difficile de devoir opérer des restitutions auprès des dirigeants ayant déjà touché les sommes.

Néanmoins, s'il semble compliqué d'instaurer un vote contraignant sur les rémunérations individuelles, l'issue défavorable d'un vote consultatif sur celles-ci ne demeurera pas sans conséquence : selon le projet de réforme britannique, dans ce cas, la société devrait soumettre à nouveau sa politique de rémunération à un vote contraignant lors de la prochaine assemblée

d'actionnaires. On retrouve donc l'idée que la politique de rémunération doit encadrer au plus près les rémunérations qui seront effectivement versées, et que le vote sur ces dernières n'est consultatif que parce qu'il est difficile de faire autrement. Le projet de loi britannique prévoit logiquement que la société ne peut verser aucune rémunération à un dirigeant qui ne « soit pas cohérente avec la politique de rémunération approuvée »<sup>108</sup>: toute obligation de la société en violation de cette disposition est nulle<sup>109</sup>, et les dirigeants ayant autorisé un tel paiement se voient tenus solidairement responsables des éventuelles conséquences préjudiciables à la société<sup>110</sup>. Mais en pratique, il semblerait assez peu probable que la société s'aventure à violer ouvertement la politique de rémunération qu'elle a elle-même soumise à l'assemblée des actionnaires, alors qu'il lui serait plus aisé de s'arranger pour faire approuver par les actionnaires des critères large ou avantageux dans sa politique de rémunération.

En tout cas, puisque le projet de loi britannique et peut-être français, a recours à un vote contraignant sur la politique de rémunération, il devient nécessaire de fixer un seuil clair et objectif qui déterminera son issue. Le projet de loi prévoit une majorité simple de votes favorables<sup>111</sup>. Mais par crainte que des politiques ne soient adoptées avec une large minorité d'opposition et au vu des résultats parfois positifs des votes de say-on-pay actuels qui cachent une réalité différente, des acteurs ont suggéré d'imposer un seuil plus strict. Lord Robert Gavron, membre de la Chambre des Lords et du parti travailliste, souhaite amender le projet de loi pour augmenter le seuil à 75%.

Au Royaume-Uni, les décisions considérées comme particulièrement importantes, par exemple la modification des statuts de la société, font déjà l'objet de résolutions dites spéciales qui doivent être approuvées par au moins 75% des actionnaires<sup>112</sup>. En France, l'article L225-96 Com. réserve aussi à l'assemblée générale extraordinaire la modification des statuts, qui doit recevoir une majorité des deux tiers des voix des actionnaires présents ou représentés. Ainsi, élever le seuil requis pour une résolution de say-on-pay la ferait passer dans la catégorie des décisions importantes nécessitant une majorité renforcée, telles que celles touchant aux modifications du capital de la société ou la transformation d'une société non cotée en société cotée. D'autres acteurs critiquent au contraire cette proposition, en faisant remarquer que certaines sociétés étant détenues à plus de 25% par un seul actionnaire,

---

<sup>108</sup> Section 226B Enterprise and Regulatory Reform Bill

<sup>109</sup> Section 226E(1) Enterprise and Regulatory Reform Bill

<sup>110</sup> Section 226E(2)(b) Enterprise and Regulatory Reform Bill

<sup>111</sup> Section 439A Enterprise and Regulatory Reform Bill

<sup>112</sup> Section 283 Companies Act 2006 expose la procédure applicable à ces résolutions spéciales.

imposer un seuil de 75% lui donnerait trop de pouvoir. Si le projet de loi devait être modifié, un seuil entre 50 et 75% pourrait avoir la préférence.

En France, certains membres de la mission d'information de la Commission des lois dont le rapport a été publié le 20 février 2013 proposent un vote contraignant progressif : en cas de majorité simple négative, le conseil d'administration devrait publier un communiqué mentionnant les « suites qu'il entend donner » à ce vote, et en cas de majorité négative aux deux tiers, les actionnaires disposeraient d'un droit de veto sur le « principe et le détail des rémunérations ». Cela semble donc moins strict qu'un vote contraignant à la majorité simple puisque, par exemple, 60% de votes défavorables ne suffiraient pas à lier la société. L'autre partie des membres de la mission d'information se prononce quant à elle en faveur d'un vote purement consultatif.

En tout état de cause, un vote contraignant sur la politique de rémunération renforcerait notablement le contrôle et l'influence des actionnaires sur celle-ci. Et même si la France optait pour un vote de say-on-pay purement consultatif, les expériences britanniques et américaines ont montré qu'un tel dispositif n'était pas dénué d'effets.

Mais il serait simpliste de penser que le vote say-on-pay s'est contenté d'agir au niveau des rémunérations des dirigeants. En effet, cette réforme atteint la répartition des pouvoirs au sein même de la société.

## **§2. L'influence du say-on-pay sur la répartition des pouvoirs au sein de la société**

Il y a des dizaines d'années, certains auteurs anglo-saxons soutenaient dans la théorie du mandat qu'au titre de leur position de mandants, les actionnaires peuvent opérer un contrôle auprès des dirigeants mandataires sociaux pour s'assurer que les intérêts de la société, qui se trouvent sous cette théorie confondus avec les leurs, soient respectés.

Mais ces trente dernières années, la composition de l'actionnariat s'est modifiée de façon importante, et les objectifs poursuivis par les actionnaires se sont diversifiés, notamment avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels<sup>113</sup>. Ces derniers, qui gèrent des actifs dont la valeur se compte en dizaines ou centaines de milliards de dollars<sup>114</sup> et ont pour but de

---

<sup>113</sup> Jean Paillusseau, « Une reconception du droit des sociétés commerciales », *Recueil Dalloz* 1996 p. 287, 10 octobre 1996

<sup>114</sup> Données fournies par « Actifs des investisseurs institutionnels », [www.stats.oecd.org](http://www.stats.oecd.org)



s'enrichir au maximum, soutiennent les principes de gouvernance d'entreprise et s'impliquent en matière d'activisme actionnarial. Dotés d'une puissance financière, leur présence entraîne un bousculement du rapport de force entre les dirigeants et les actionnaires.

Dans cette lignée, tout en améliorant la transparence et le contrôle des actionnaires sur les rémunérations fixées par le conseil d'administration, l'introduction du vote de say-on-pay a favorisé cette nouvelle répartition des pouvoirs dans la société. Les actionnaires, propriétaires de la société, et plus particulièrement les investisseurs institutionnels, deviennent davantage impliqués en matière de rémunération des dirigeants (A). Mais tout en soutenant les réformes de gouvernance d'entreprise, ces derniers ont eu de plus en plus recours à des agences de conseil en vote : ayant pris une importance croissante au cours des dernières années, leur présence soulève une nouvelle problématique en matière de say-on-pay (B).

### **A. L'implication croissante de l'actionnariat dans la société sous l'impulsion du vote de say-on-pay**

Les investisseurs institutionnels détenant une part non négligeable des actions des sociétés cotées aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France, ils contribuent à l'implication des actionnaires au sein de la société en matière de rémunération des dirigeants (1). De façon plus générale, la réforme de say-on-pay a également contribué à une meilleure communication entre la société et ses actionnaires (2).

#### 1) Le rôle des investisseurs institutionnels dans les votes de say-on-pay

Que ce soit au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en France, l'actionnariat des sociétés cotées n'est pas homogène. Dans sa diversité, il comprend notamment des investisseurs institutionnels, des particuliers extérieurs à la société, et parfois les membres de la direction eux-mêmes.

Les investisseurs institutionnels, qui sont généralement des banques, fonds communs de placement ou encore des compagnies d'assurances, ont pris au cours des dernières décennies une importance croissante au sein des sociétés cotées. En 2010, ces institutions possédaient 67% des actions de sociétés cotées aux Etats-Unis, et 73% des 1000 plus grandes sociétés

américaines<sup>115</sup>. Détenant souvent une part importante du capital de la société et bénéficiant donc d'une influence non négligeable, ces investisseurs institutionnels ont été de plus en plus actifs et impliqués dans la gestion de l'entreprise. Ils ont généralement deux objectifs : le premier est de maximiser la valeur et le rendement des actifs financiers dont ils assurent la gestion, pour le compte des millions de particuliers qui ont investi ; le second est d'inciter les dirigeants à mener une politique conforme aux intérêts des actionnaires, en leur demandant d'appliquer un bonne gouvernance d'entreprise. Et ces investisseurs ont effectivement acquis un rôle important en la matière, en se montrant les plus impliqués en matière « d'activisme actionnarial ».

De façon générale, le fait que l'actionnariat soit diffus ou concentré dans les mains de quelques actionnaires a des conséquences sur la rémunération des dirigeants : plusieurs études ont montré que la présence de blocs de contrôle a une influence négative sur celle-ci<sup>116</sup>. En revanche, dans les sociétés dont le capital est diffus, les dirigeants disposeraient de marges de manœuvre plus importantes, permettant de favoriser leurs rémunérations.

Les investisseurs institutionnels exercent donc généralement un contrôle plus efficace que les actionnaires individuels, et sont considérés plus impliqués et compétents en la matière, notamment pour apprécier l'adéquation entre niveau de performance de l'entreprise et rémunération. Possédant une partie importante du capital, ils ont une influence certaine, et encore plus en présence d'actionnaires particuliers qui détiennent une faible part du capital en comparaison. D'ailleurs, peu après l'adoption des nouvelles règles de transparence et du vote de say-on-pay au Royaume-Uni, les deux plus importantes associations d'actionnaires *Association of British Insurers* (ABI) et *National Association of Pension Funds* (NAPF) ont établi des recommandations quant aux pratiques de rémunération. Ces associations représentent les investisseurs institutionnels que sont les fonds de pension et les compagnies d'assurance, et annoncent clairement vouloir intervenir dans la gouvernance d'entreprise des sociétés, et particulièrement dans les questions de rémunération des dirigeants<sup>117</sup>. Les investisseurs institutionnels membres de ces associations possédant près de 30% des actions des sociétés cotées au Royaume-Uni, ces recommandations sont d'une influence non négligeable sur les résultats des résolutions de say-on-pay<sup>118</sup>.

---

<sup>115</sup> Luis A. Aguilar, « *Institutional investors : power and responsibility* », www.sec.gov, 23 avril 2013

<sup>116</sup> Etude de Ozkan 2007, citée par Géraldine Broye et Yves Moulin, « Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises : le cas des entreprises françaises cotées », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 2010, vol. 13, issue 1, p.67-98

<sup>117</sup> Ces questions figurent parmi les objectifs clés visés par la NAPF sur son site internet [http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/Policy\\_topics/Corporate\\_Governance.aspx](http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/Policy_topics/Corporate_Governance.aspx)

<sup>118</sup> Etude de Carter et Zamora (préc.)

Ainsi, l'introduction des réformes de say-on-pay au Royaume-Uni et aux Etats-Unis a sans surprise renforcé l'influence de ces investisseurs, en leur offrant un nouveau moyen de se faire entendre. Les voix dont ils disposent dans un grand nombre de sociétés leur fait bénéficier d'un poids souvent déterminant dans l'issue des votes de say-on-pay. Lors des débats précédant l'adoption de la réforme, que ce soit au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en France, les opposants au vote de say-on-pay évoquaient le risque que de tels votes soient détournés par des gros actionnaires qui feraient prévaloir leurs intérêts à court terme. Finalement, la tendance des investisseurs institutionnels à s'orienter vers le long terme observée par certains commentateurs<sup>119</sup> semble s'être vérifiée en matière de say-on-pay. Le fait que ces investisseurs soient particulièrement impliqués en matière de gouvernance d'entreprise explique également en partie pourquoi les votes de say-on-pay ont favorisé une meilleure adéquation entre performances de la société et rémunération des dirigeants. Comme d'autres aspects de la gouvernance d'entreprise, le vote de say-on-pay est révélateur de la place fondamentale occupée par ces actionnaires.

Cette influence est d'ailleurs la raison pour laquelle tant au niveau européen qu'au niveau national, il est envisagé d'encadrer ces acteurs : récemment, le point 2.4. du plan de la Commission Européenne publié le 12 décembre 2012 évoque la nécessité d'améliorer la transparence des politiques de vote suivies par ces derniers. En France, l'AMF avait déjà adopté la même position dans sa réponse du 22 juillet 2011 à la consultation de la Commission Européenne.

Aujourd'hui, l'influence de ces investisseurs est donc bien établie. Il n'est donc pas étonnant que lorsque les membres du conseil d'administration s'entretiennent avec les actionnaires au sujet des rémunérations prochainement soumises à leur vote, ils se tournent généralement vers les investisseurs institutionnels. Mais de façon plus générale, il semblerait que la réforme de say-on-pay ait conduit à une meilleure communication entre la société et ses actionnaires.

## 2) Une meilleure communication entre la société et ses actionnaires

Que l'on ait mis en avant le but moral de baisser des rémunérations que certains considéraient indécentes, le but économique d'améliorer les résultats de la société en les liant

---

<sup>119</sup> Jean-Pierre Sicard, Alain Minczeles et Laurent Deborde, « Principes de l'investissement responsable : une démarche des grands investisseurs institutionnels sous l'égide des Nations Unies », *Revue d'économie financière*, n°85, 2006.

plus étroitement à ces rémunérations, ou le but politique d'introduire une démocratie actionnariale, la réforme avait pour objectif d'améliorer la communication entre le conseil d'administration et les actionnaires afin que ces derniers puissent plus efficacement contrôler les rémunérations des dirigeants. En effet, l'implication des actionnaires est considérée comme vecteur d'une bonne gouvernance d'entreprise, favorable à la société elle-même.

Après plusieurs années d'application du vote de say-on-pay assorti des nouvelles règles de transparence, nombreux sont les rapports et commentateurs<sup>120</sup> qui jugent que ce dernier a effectivement conduit à un meilleur dialogue entre les acteurs de la société. Il n'est pas rare qu'avant les assemblées générales, les dirigeants s'engagent dans un dialogue avec les actionnaires institutionnels pour s'assurer qu'ils ne se verront pas opposer un vote défavorable. Et si au début, il a été constaté que les émetteurs ont tendance à submerger leurs actionnaires d'informations afin de s'assurer de leur vote favorable, les années suivantes, c'est une vraie stratégie de communication qui est mise en place pour expliquer avec clarté et pédagogie le lien entre la performance de la société et les rémunérations des dirigeants<sup>121</sup>.

L'auteur Matteo Tonello qualifie le say-on-pay de « catalyseur » améliorant le dialogue entre société et actionnaires : il observe que lors de la prise de décision, les émetteurs anticipent et prennent en compte la réaction de ces derniers. Aux Etats-Unis, les 144 sociétés qui ont reçu moins de 70% de votes favorables en 2011, sans pour autant se voir opposer un vote négatif, ont vu le soutien des actionnaires augmenter de 20 points en 2012.

D'ailleurs, en cas de say-on-pay négatif, les spécialistes conseillent aux émetteurs d'entamer un dialogue avec les plus gros actionnaires pour leur demander la raison de leur voix défavorable – le vote de say-on-pay étant binaire et ne l'indiquant donc pas – afin de prendre en compte ces critiques et même de résoudre le problème en collaboration avec eux<sup>122</sup>.

De plus, cette amélioration dans la communication avec les actionnaires a des effets bénéfiques même là où ils n'étaient pas attendus. Dans son étude publiée en 2007 après observation de la réforme au Royaume-Uni, Stephen Davis constate que le vote de say-on-pay a aussi conduit à améliorer le dialogue entre le conseil d'administration et les dirigeants. Et les effets bénéfiques se constatent également dans la nomination des dirigeants : en 2008, les sociétés du Russell 3000 ont reçu 40 propositions de la part des investisseurs de changer les dirigeants, contre seulement 21 en 2012. Et tandis qu'en 2011, ce type de proposition recevait

---

<sup>120</sup> Rapport du cabinet Deloitte & Touche de novembre 2004.

<sup>121</sup> Iain Poole, directeur du développement international de Labrador, <http://blog.labrador.fr>

<sup>122</sup> Edward A. Hauder, « Failed say-on-pay votes : a road map to recovery », Bloomberg BNA *Pension and benefit daily*, 2012

en moyenne 34,9% de support par les autres actionnaires, les 21 propositions émises en 2012 n'ont reçu le support que de 17,7% des actionnaires. Ces chiffres suggèrent que ces derniers utilisaient donc ce moyen pour montrer leur désaccord quant aux rémunérations allouées aux dirigeants, lorsque le vote de say-on-pay ne leur permettait pas de s'exprimer sur la vraie raison de leur mécontentement.

De façon plus générale, sans se limiter au vote de say-on-pay ou à la rémunération des dirigeants, tant les autorités nationales qu'européennes souhaitent améliorer le dialogue entre les acteurs de la société. Dans sa réponse du 22 juillet 2011 à la consultation de la Commission européenne sur le livre vert portant sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, l'AMF considérait différents moyens pour atteindre ce but : encourager les sociétés à expliquer les motivations de chaque résolution, rendre compte au conseil d'administration des principales préoccupations des actionnaires, voire même instituer des comités d'actionnaires qui communiqueraient plus aisément avec la direction. L'AMF se prononce également en faveur du développement d'associations d'actionnaires, afin de favoriser les relations entre ces derniers. Comme pour les autres résolutions, de telles améliorations seraient également bénéfiques dans le cadre du vote de say-on-pay.

En tout cas, actuellement, de plus en plus de sociétés mettant en place des votes de say-on-pay ont pris l'initiative de demander directement leur opinion aux actionnaires, avant l'assemblée générale, et particulièrement après avoir reçu un faible ou moyen soutien des actionnaires l'année précédente. Selon George B. Paulin, cette pratique s'étendra probablement en 2013 à des sociétés qui n'auront pas reçu de vote défavorable. Il suggère aux émetteurs d'identifier les personnes physiques au sein des investisseurs institutionnels qui déterminent les politiques de vote sur la rémunération des dirigeants, afin de comprendre celles-ci, et de façon générale, contacter les actionnaires avant tout vote.

Mais généralement, les investisseurs institutionnels n'ont pas de temps ou de ressources à consacrer pour discuter des programmes de rémunération. En effet, ces derniers préfèrent se reposer sur le jugement des agences de conseil de vote, qu'ils transfèrent à la société. Ces conseillers en vote, qui tiennent un rôle important lors des votes de say-on-pay, sont régulièrement montrés du doigt.

## **B. La problématique des agences de conseil en vote**

En tant que conseillères des investisseurs institutionnels, dont la propre importance n'est plus à prouver, les agences de conseil en vote disposent d'une influence incontestable.

Lors des débats sur l'introduction du vote de say-on-pay, les opposants prédisaient notamment que le pouvoir ne serait qu'en apparence donné aux actionnaires, et serait réellement détenu par les conseillers en vote. Après plusieurs années d'expérience britannique et deux ans après l'adoption de la réforme aux Etats-Unis, il est en tout cas établi que les résolutions de say-on-pay sont notablement influencées par les avis de ces agences, pris au sérieux tant par les actionnaires que par les sociétés (1). Mais de nombreux acteurs ont critiqué les méthodes employées par ces conseillers, plus particulièrement l'instabilité des critères utilisés pour recommander ou non un vote favorable de say-on-pay, et la question de la réglementation de ces agences a donc été posée (2).

### 1) L'influence croissante des conseillers en vote

Tout en se voulant très impliqués en matière de gouvernance d'entreprise, les investisseurs institutionnels rencontrent nécessairement des difficultés pour voter sur certains points de l'ordre du jour des assemblées générales des nombreuses sociétés dont ils détiennent des actions.

Les conseillers en vote répondent à cette demande. Ils assistent ces investisseurs institutionnels en leur fournissant des informations relatives à la meilleure façon de voter lors des assemblées générales, par exemple sur les questions de gouvernance d'entreprise.

Aux Etats-Unis, l'ISS (*Institutional Shareholder Services*) et Glass Lewis sont les plus influentes. Au Royaume-Uni, l'ISS et le NAPF ont formé ensemble la RREV (*Research, Recommendations and Electronic Voting*), une importante agence de conseil en vote Outre-Manche. L'autre agence de vote britannique la plus importante, l'IVIS (*Institutional Voting Information Service*) est elle possédée par l'ABI. Les agences de conseil en vote ont donc une influence considérable, puisque étroitement liées voire possédées par les associations d'actionnaires dont sont membres les investisseurs institutionnels, qui eux détiennent une part importante du capital des sociétés cotées au Royaume-Uni et aux Etats-Unis et suivent leurs recommandations. Il semblerait d'ailleurs que ces investisseurs s'appuient davantage sur ces conseils pour les investissements dans des sociétés étrangères que pour ceux réalisés dans leur propre pays, pour lesquels ils sont plus compétents<sup>123</sup>.

---

<sup>123</sup> Livre Vert du 5 avril 2011 de la Commission européen sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE.

L'introduction de la réforme de say-on-pay au Royaume-Uni en 2002 et aux Etats-Unis en 2010 a donc renforcé l'influence de ces agences en matière de gouvernance d'entreprise. Les études montrent ainsi qu'il n'est pas rare que conscientes de l'importance de celles-ci, les sociétés modifient leurs programmes de rémunération afin de satisfaire aux critères élaborés par ces agences et d'obtenir une recommandation favorable<sup>124</sup>. Surtout que selon les commentateurs<sup>125</sup>, il faut obtenir un vote de say-on-pay favorable à 70% pour s'assurer que les agences n'analysent pas plus en profondeur les programmes de rémunération soumis par la société, car en deçà, ces dernières recherchent s'ils faut envisager pour l'avenir une recommandation de vote défavorable. Quant aux sociétés ayant reçu un vote défavorable, elles sont inévitablement sujettes à une analyse plus approfondie de la part des agences de conseil en vote l'année suivante.

Sans surprise, les chiffres confirment l'influence de ces agences sur l'issue des votes. Le rapport Semler Brossy du 31 décembre 2012 observe pour les sociétés du Russell 3000 que l'ISS a recommandé aux actionnaires de voter contre les rémunérations soumises au vote dans 14% des cas, et que les rémunérations s'étant vu opposer une recommandation défavorable de la part d'ISS recevaient en moyenne un support 30 % inférieur de la part des actionnaires comparé aux rémunérations ayant reçu une recommandation favorable. Cette influence peut suffire à faire passer le vote au-delà du seuil de 70%, qui est généralement utilisé pour traduire le niveau d'intérêt des actionnaires. Cette étude remarque également que lorsque les agences de vote modifient leur recommandation d'une année à l'autre, que ce soit une favorable vers une défavorable ou une défavorable vers une favorable, l'impact de leur recommandation est d'autant plus important. Et les sociétés semblent se trouver relativement impuissantes en présence d'une recommandation négative, l'étude Semler Brossy soulignant que l'influence de celle-ci ne variait que peu même lorsque les sociétés réagissaient et y répondaient.

Bien que le vote de say-on-pay aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ne soit que consultatif, les sociétés se trouvent donc dans une position sensible vis-à-vis de ces agences, puisqu'elles doivent veiller à ce que les votes ne soient pas négativement impactés par un avis négatif. Or, la réputation et l'attractivité de ces sociétés peuvent aussi en subir les conséquences : les sociétés qui ignorent une majorité de votes défavorables s'attirent

---

<sup>124</sup> Marinilka Barros Kimbro et Danielle Xu, "Shareholders have a say on executive compensation: evidence from say-on-pay in the United States", HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 1er avril 2013

<sup>125</sup> Matteo Tonello, « Proxy voting analytics between 2008 and 2012 », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 24 février 2013

l'attention et les critiques des médias, endommageant leur image et parfois même le cours de leurs actions<sup>126</sup>.

Les sociétés ont donc tout intérêt à évaluer la constitution de leur actionnariat, et plus particulièrement dans quelle mesure leurs investisseurs sont influencés par les agences. Elles doivent vérifier ou faire en sorte que leurs programmes de rémunération se conforment aux meilleures pratiques établies par celles-ci, qui changent chaque année bien que les principes de base restent les mêmes. Depuis l'introduction du vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'influence de ces agences aurait eu des conséquences directes sur ces programmes de rémunération : les sociétés proposeraient des plans de rémunération plus homogènes et plus axés sur les performances à long terme de la société, et le nombre de sociétés ayant des pratiques vues comme problématiques par ces agences aurait été considérablement réduit<sup>127</sup>.

En France, les agences de vote comme ISS, Proxinvest ou l'Association Française de la Gestion financière, ont déjà actuellement une influence notable sur résolutions présentées en assemblées générales, au point que les sociétés cotées françaises tiennent compte de leurs recommandations lors de la rédaction de leurs projets de résolution<sup>128</sup>. L'introduction de la réforme de say-on-pay aura sans doute pour effet, comme au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, de renforcer cette influence.

Et en présence d'avis dont les effets sont si importants, des voix se sont élevées pour demander l'encadrement de ces agences de conseil en vote.

## 2) Vers un encadrement des agences de conseil en vote

Lorsqu'une agence de conseil en vote émet une recommandation défavorable pour un projet de résolution de say-on-pay, c'est parce qu'elle estime généralement qu'il y a un décalage trop important entre la rémunération et la performance de la société, ou qu'elle constate un manque de communication et de clarté de la part des comités de rémunération, ou

---

<sup>126</sup> Manan Shah, « *Executive votes may be harming shareholders* », New-York Times, 26 février 2013

<sup>127</sup> George B. Paulin, « *Executive Compensation 2012 Year in Review and Implications* », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 13 avril 2013

<sup>128</sup> Marc Petitier et Thomas Meli, « Agences de conseil en vote et pouvoirs des assemblées générales de sociétés cotées », *La semaine juridique Entreprise et Affaires* n°15, 11 avril 2013



encore que la société n'a pas établi les mesures qui auraient du être mises en place suite à un avis défavorable précédent<sup>129</sup>.

Les agences, telles que ISS ou Glass Lewis, établissent des tests visant à apprécier l'adéquation entre rémunération et performances de la société, qui reposent sur des comparaisons avec des sociétés comparables<sup>130</sup>. Ces tests comportent des différences mais poursuivent le même objectif. Par exemple, tandis que le « modèle ISS » analyse et compare la rémunération du directeur général tenant en compte de la taille de la société et de sa classification industrielle, le « modèle Glass Lewis » ne prend pas en considération ces critères et compare plutôt le rang de performance de la société avec le rang de rémunération de ses dirigeants.

Selon George B. Paulin, le problème est que ces méthodes changent d'année en année, et même si les objectifs et principes généraux demeurent les mêmes, il peut être compliqué pour les sociétés de savoir comment les agences évalueront leurs programmes. Par exemple, en février 2013, l'ISS a annoncé qu'il changeait de mode de calcul des risques liés au gouvernement d'entreprise<sup>131</sup>, pour privilégier une approche davantage quantitative que qualitative. D'une année sur l'autre et sans l'anticiper, une société peut donc se retrouver à ne pas satisfaire les critères établis par ces agences qui auraient varié, et se retrouver avec un vote de say-on-pay négatif ou une large minorité de votes défavorables.

Finalement, plutôt que d'essayer de satisfaire à l'appréciation jugée instable de ces agences, les sociétés devraient plutôt développer des programmes destinés à supporter leurs objectifs stratégiques et économiques. En 2012, un nombre croissant d'entre elles ont établi de nouvelles approches pour mieux mettre en valeur le rapport entre rémunération et performances et améliorer la clarté des informations transmises. De plus, les spécialistes encouragent les sociétés à se mettre en contact avec ces agences de conseil en vote pour avoir une estimation de leur appréciation et éviter ainsi les mauvaises surprises.

Au sein de l'Union Européenne, ce manque de transparence des méthodes utilisées par ces agences a déjà été dénoncé par les investisseurs et sociétés concernées lors de l'élaboration du Livre Vert du 5 avril 2011<sup>132</sup>. Ces derniers ont avancé que ces méthodes ne tiennent pas compte des caractéristiques propres à chaque entreprise, des particularités de législations nationales et des meilleures pratiques en matière de gouvernance d'entreprise. En

---

<sup>129</sup> Jeremy L. Goldstein, « Say-on-pay so far 2013 », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 12 avril 2013

<sup>130</sup> George B. Paulin, « Executive Compensation 2012 Year in Review and Implications », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 13 avril 2013

<sup>131</sup> ISS remplacera le test GRID par Quickscore

<sup>132</sup> Com/2011/164, Livre Vert du 5 avril 2011 sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE

outre, les conseillers en vote seraient parfois exposés à des conflits d'intérêts, lorsqu'ils fourniraient aussi aux sociétés détenues par les investisseurs institutionnels des conseils en matière de gouvernance d'entreprise.

En 2012, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) a publié un document de réflexion sur le sujet, en sollicitant des avis sur lesquels elle se baserait pour émettre des recommandations. Par la suite, le point 3.3 du plan d'action de la Commission Européenne du 12 décembre 2012 a annoncé vouloir se pencher sur l'activité de ces conseillers en vote qui ne font actuellement l'objet d'aucune réglementation<sup>133</sup>. La question ferait l'objet d'une réflexion en 2013, qui donnerait ensuite lieu à révision de la directive sur les droits des actionnaires, la même directive que celle qui serait modifiée pour introduire la réforme du vote de say-on-pay à l'échelle européenne. Mais le 19 février 2013, l'AEMF a publié son rapport final en se prononçant en faveur d'un Code de conduite élaboré et appliqué par ces agences, avec un encadrement à l'échelle européenne, et non pas en faveur d'une réglementation<sup>134</sup>.

En France, l'AMF avait publié le 18 mars 2011<sup>135</sup> une recommandation visant à favoriser la transparence de la politique de vote mise en œuvre par ces agences et le dialogue avec les sociétés cotées dont elles analysent les projets de résolution. Quelques mois plus tard, le 22 juillet 2011, elle a réitéré cette position en réponse à la consultations de la Commission européenne dans le cadre de ce Livre Vert. La consultation de la Direction Générale du Trésor publiée le 8 août 2012 demandait s'il faudrait introduire en droit français une réglementation relative à l'activité de ces agences de conseil en vote, en plus des recommandations de l'AEMF alors en préparation. Si l'IFA et les organisations patronales se sont prononcées en faveur de cette mesure, Proxinvest juge au contraire que les recommandations européennes en la matière seraient suffisantes et qu'il serait disproportionné, « s'agissant de rapports privés et confidentiels », d'obliger ces agences à motiver le sens de leurs recommandations de vote, alors qu'elles le font déjà « de bon gré ».

Que ce soit à l'échelle européenne ou nationale, la volonté d'encadrer ces agences de conseil en vote a donc été régulièrement exprimée. Si les débats nationaux ou les recommandations de l'AEMF ne visent pas particulièrement leur influence en matière de vote de say-on-pay, l'introduction de cette réforme l'a renforcée et a nourri les inquiétudes des émetteurs, dont la position a été davantage sensibilisée à leur égard. La question sera sans doute ré-abordée en France, en particulier sous l'impulsion du vote de say-on-pay.

---

<sup>133</sup> Communication Com/2012/0740 de la Commission Européenne, plan d'action du 12 décembre 2012.

<sup>134</sup> Rapport 2013/84 ESMA/AEMF du 19 février 2013 sur les agences de conseil en vote.

<sup>135</sup> Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote.

L'adoption au Royaume-Uni et aux Etats-Unis du dispositif de vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants a soulevé de nombreux enjeux. Les réformes mettent en jeu des relations de pouvoir, afin de trouver un équilibre favorisant une meilleure gouvernance d'entreprise. Mais si elle est souvent perçue comme politique, morale ou économique, l'introduction du vote de say-on-pay fournit-elle également de nouveaux fondements juridiques à la disposition des actionnaires ?

### **§3. Les contentieux sur le fondement du vote de say-on-pay**

Lors de l'adoption de la réforme en 2002, le *Companies Act* britannique prévoyait que si une société ne mettait pas en œuvre le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants, tous ses administrateurs sont présumés responsables et passibles d'une amende<sup>136</sup>. Il s'agit d'une présomption simple, l'alinéa suivant permettant à chacun d'entre eux de prouver qu'il a pris toutes mesures raisonnables pour permettre l'organisation du vote de say-on-pay<sup>137</sup>. Mais ces dispositions semblent prévues davantage pour souligner le caractère obligatoire d'un tel vote que pour exercer une réelle pression sur les dirigeants, le législateur étant conscient que rares sont les sociétés cotées qui risqueraient leur réputation en n'appliquant pas la réforme. Dans le projet de réforme britannique proposant d'imposer un vote contraignant sur la politique de rémunération, toute obligation de verser une rémunération qui ne respecterait pas cette politique serait nulle et tous les dirigeants ayant autorisé le versement de la rémunération seraient solidairement tenus responsables pour indemniser la société en cas de conséquences préjudiciables à celle-ci<sup>138</sup>.

En tout cas, depuis 2002 au Royaume-Uni et 2010 aux Etats-Unis, le vote de say-on-pay a été mis en place par toutes les sociétés cotées visées par les réformes. Celles-ci lui ayant conféré un caractère consultatif, on peut *a priori* penser qu'il ne donnerait pas lieu à contentieux. Pourtant, des actionnaires ont quand même essayé de se fonder sur le say-on-pay pour obtenir des dommages et intérêts de la part des dirigeants (A). Suite aux échecs répétés de telles tentatives, ils se sont déplacés sur un autre fondement, celui des exigences de transparence à la charge de la société (B).

---

<sup>136</sup> Section 440(2) of *Companies Act 1985* (devenu *Companies Act 2006*)

<sup>137</sup> Section 440(3) of *Companies Act 1985*

<sup>138</sup> Section 226B dans le projet de réforme *Enterprise and Regulatory Reform Bill*.

## A. Les tentatives d'actions en justice fondées sur un vote négatif

Comme vu précédemment, le vote de say-on-pay introduit au Royaume-Uni depuis 2002 et aux Etats-Unis depuis 2010 est à caractère consultatif, c'est-à-dire que tout en laissant les actionnaires s'exprimer par oui ou par non sur les rémunérations, il ne lie pas la société pour autant. Pourtant, aux Etats-Unis, des actionnaires ont essayé de se fonder le résultat défavorable d'un vote pour renverser la décision du conseil d'administration, en alléguant qu'un tel vote négatif démontrait la violation par les membres du conseil de leur *fiduciary duty*<sup>139</sup>.

Cette notion, qui n'a pas vraiment d'équivalent en droit français, désigne au Royaume-Uni et aux Etats-Unis une obligation due en raison de la position de confiance dans laquelle se trouve une personne. Ainsi, les dirigeants exécutifs et non exécutifs, qui ont une position de pouvoir et accès à des informations confidentielles de la société, sont soumis à plusieurs *fiduciary duties* : le devoir de loyauté qui leur impose d'éviter les conflits d'intérêts, le devoir d'agir de bonne foi dans l'intérêt de la société, et le devoir d'agir avec diligence<sup>140</sup>. En cas de violation de l'un de ces devoirs, les actionnaires peuvent agir *ut singuli*, c'est-à-dire pour le compte de la société, ou à titre personnel en se prévalant d'un préjudice indirect et distinct subi à cause des agissements des dirigeants.

Peu après l'introduction de la réforme aux Etats-Unis, des actionnaires se sont fondés sur un vote négatif de say-on-pay pour tenter de démontrer que les membres du conseil d'administration auraient violé leur devoir d'agir de bonne foi ou avec diligence. Sur le principe, cela ne semble pas en soi absurde, bien que les chances de succès soient minimes puisque la simple opinion des actionnaires, dont la compétence en la matière n'est pas plus établie que leur neutralité, ne prouve guère que les membres du conseil ont effectivement manqué à leurs devoirs en fixant telle ou telle rémunération.

Mais se prévaloir d'un tel fondement devient pour le moins curieux quand on sait que la loi Dodd-Frank a anticipé la question, en précisant justement que le vote de say-on-pay ne crée ni ne modifie les *fiduciary duties* du conseil d'administration<sup>141</sup>. Cela avait donc très peu de chances d'aboutir. Sans surprise, le juge américain a sans cesse rejeté ces demandes, quelles

---

<sup>139</sup> David A. Katz, "Delaware federal court dismisses say-on-pay case", [www.blogs.law.harvard.edu](http://www.blogs.law.harvard.edu), 21 mars 2013

<sup>140</sup> Duty of loyalty, duty to act in good faith, duty to act with due care.

<sup>141</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 14A (c) : *The shareholder vote [...] shall not be binding on the issuer or the board of directors of an issuer, and may not be construed [...] 1. to create or imply any change to the fiduciary duties of such issuer or board of directors; 2. to create or imply any additional fiduciary duties for such issuer or board of directors; [...]*

que soient les circonstances. A titre d'exemple, un arrêt Raul V. Rynd rendu par la District Court of Delaware du 14 mars 2013 a jugé qu'un demandeur, ici agissant *ut singuli*, ne peut se fonder sur un vote de say-on-pay majoritairement défavorable pour remettre en cause les décisions du conseil d'administration portant sur la rémunération des dirigeants, et ce même si celle-ci a été augmentée tandis que les résultats de la société sont en baisse<sup>142</sup>. La Cour rappelle clairement que le vote de say-on-pay n'est que consultatif, et que non seulement il ne peut renverser une décision du conseil d'administration, mais il ne peut pas non plus servir à prouver une rupture d'un *fiduciary duty*. Les juges ont donc rétabli ce qui pouvait sembler évident : un vote consultatif négatif ne doit pas être pourvu d'effets juridiques, même indirects. En France, on pourrait s'attendre aux mêmes effets en présence d'un vote de say-on-pay purement consultatif, qui ne constituerait pas une arme juridique aux mains des actionnaires.

Les actionnaires voulant exploiter juridiquement la nouvelle voie du say-on-pay ont donc du se tourner vers un autre fondement.

## **B. Les actions fondées sur les exigences de transparence imposées à la société**

Dans tous les Etats où il a été introduit, le say-on-pay a eu pour corollaire de nouvelles exigences en matière d'informations transmises par les dirigeants aux actionnaires en matière de rémunérations. Après avoir été rejetés sur le fondement d'un vote de say-on-pay défavorable, les actionnaires se sont tournés vers une « nouvelle génération » d'actions en justice, qui consistent à se fonder sur de fausses ou incomplètes informations transmises par les dirigeants.

La demande peut viser diverses informations, les plus fréquentes étant les suivantes : les informations de référence fournies par l'émetteur lorsqu'il compare ses propres rémunérations à des sociétés comparables<sup>143</sup> ; les données des sondages qu'il transmet ; lorsque le conseil d'administration a eu recours à plusieurs critères pour déterminer la rémunération d'un dirigeant, il peut lui être reproché de ne pas avoir précisé quelle importance revêtait chacun de ces critères ; les critères de sélection des experts-consultants en rémunération ainsi que leurs propres rémunérations et les conseils qu'ils fournissent.

Ici aussi, les actionnaires peuvent tenter d'avancer que les administrateurs ont violé leur *fiduciary duty*, s'ils arrivent toutefois à prouver que ces derniers ont agi de mauvaise foi, ou

---

<sup>142</sup> Raul v. Rynd, C.A. No. 11-560-LPS, District Court of Delaware, March 14, 2013

<sup>143</sup> George B. Paulin, « Executive Compensation 2012 Year in Review and Implications », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 13 avril 2013

ont fait preuve d'une grande négligence. Mais généralement, le demandeur ne va pas jusque là : contrairement aux actions fondées sur les votes négatifs de say-on-pay, ici, il agit antérieurement au vote, et demande à titre préventif d'empêcher la tenue de l'assemblée générale jusqu'à ce que l'information soit transmise ou corrigée. Ainsi, aux Etats-Unis, peu après que les sociétés aient diffusé leur *proxy statement* (document que les sociétés sont obligées de transmettre aux actionnaires pour leur permettre de voter en connaissance de cause), le demandeur introduit une action en justice en soutenant que le rapport est faux, trompeur ou incomplet, et demande le report du vote. Au cours de l'année 2012, vingt sociétés aux Etats-Unis ont été attaquées sur ce fondement, et ce chiffre devrait au moins doubler en 2013<sup>144</sup>.

Les émetteurs répondent alors que leurs rapports satisfont à toutes les conditions posées par la SEC, et généralement, obtiennent satisfaction auprès du juge qui refuse d'accorder l'injonction demandée. En effet, peu d'actions ont abouti, le juge américain statuant en référé rejetant les demandes d'injonction au motif que les actionnaires ne subiraient pas de réel préjudice en laissant un vote de say-on-pay avoir lieu, même si les informations étaient réellement trompeuses, puisque ce vote demeure avant tout consultatif. Le juge DeStefano à la Cour de New-York avait ainsi justifié sa décision : « Le risque que les actionnaires subissent un préjudice irrémédiable si on laissait le vote de say-on-pay avoir lieu est purement spéculatif en présence d'un vote de nature consultative »<sup>145</sup>. Ce raisonnement pourrait sembler critiquable sur le principe : un dispositif légal de transparence et de contrôle par les actionnaires est instauré pour finalement se voir dénué de toute efficacité, au motif que le vote n'est que consultatif. D'autant plus que comme constaté précédemment, un vote consultatif n'est pas pour autant dénué d'effet. Mais en réalité, la décision est opportune : le juge ne souhaite pas reporter la tenue d'une assemblée générale à cause d'un vote consultatif, déjà parce que la décision est lourde pour la société, et surtout par crainte d'abus de la part des actionnaires.

Et effectivement, des abus ont déjà été commis. En pratique, et même lorsqu'elles pensent obtenir gain de cause auprès du juge, conscientes que le juge américain ne cesse de rejeter ces actions, les sociétés souhaitent échapper à tout risque de report de l'assemblée générale, même minime. Elles ont alors recours à des transactions avec le demandeur dans lesquelles elles s'engagent à donner une information plus claire et fidèle de la réalité. Parfois

---

<sup>144</sup> David A. Katz, "Delaware federal court dismisses say-on-pay case", [www.blogs.law.harvard.edu](http://www.blogs.law.harvard.edu), 21 mars 2013

<sup>145</sup> Citation originale avant traduction : "The chance of shareholders being irreparably harmed by letting the say-on-pay vote go forward was "purely speculative given the advisory nature of the vote"

cet accord précise des informations particulières que le conseil d'administration devra révéler, comme par exemple la politique générale guidant l'attribution des rémunérations. Mais de nombreux observateurs<sup>146</sup> ont constaté que des avocats peu scrupuleux profitaient de cette position délicate des sociétés, en introduisant des actions dans le seul but d'obtenir une transaction rapide. Cette pratique a déjà été critiquée au cours de l'année 2012 : le professeur Stephen Bainbridge<sup>147</sup> a vivement accusé ces avocats d'essayer de gagner de l'argent sur le dos du say-on-pay en détournant ce processus consultatif non destiné à alourdir la responsabilité du conseil d'administration<sup>148</sup>. Selon lui, les sociétés ne peuvent échapper à ces actions, qui continueront tant que ces avocats les trouveront rentables<sup>149</sup> : par exemple, une transaction particulièrement médiatisée en 2012 avait apporté à un cabinet new-yorkais la somme de 625 000 dollars. Mais les sociétés ont tout intérêt à vérifier que leurs informations sont les plus claires et fidèles possibles, notamment en se référant aux bonnes pratiques du secteur, et il leur est souvent conseillé de préparer à l'avance leur défense afin de pouvoir réagir rapidement si besoin, ces actions étant souvent introduites en référé. Toutefois, ces dernières semaines ont montré que les juges américains se montraient particulièrement fermes avec les demandeurs de ce type d'actions, afin de tuer dans l'œuf ces tentatives de détournement<sup>150</sup>. Actuellement, les observateurs prédisent donc une baisse voire la dissuasion complète de ce genre d'actions<sup>151</sup>. Avec de plus en plus d'Etats qui adoptent le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants, il serait intéressant d'observer à quelles innovations les actionnaires, ou plutôt leurs avocats, auront recours pour tenter de tirer des effets juridiques du vote de say-on-pay.

---

<sup>146</sup> Professeur Stephen Bainbridge

<sup>147</sup> Stephen Bainbridge, "Stopping frivolous say-on-pay suits", [www.professorbainbridge.com](http://www.professorbainbridge.com), 3 décembre 2012

<sup>148</sup> "Plaintiff lawyers are trying to remake that bargain into a cash machine on which they will annually draw every proxy season. It's time to nip that effort in the bud. Throw these suits out of court and hit those who bring them with exemplary sanctions"

<sup>149</sup> Le cabinet Faruqi & Faruqi est particulièrement médiatisé comme étant l'auteur de la quasi-totalité de ces poursuites.

<sup>150</sup> Illinois Northern District Court, *Noble V. AAR Corp.*, n°12-C-7973, April 3, 2013

<sup>151</sup> Bruce G. Vanyo, Michael J. Lohnes et Christina L. Costley, « Guest Post: As Proxy Season Begins, the Dodd-Frank Say-on-Pay Cases Are on the Brink of Death », [www.dandodiary.com](http://www.dandodiary.com), 5 avril 2013

## CONCLUSION

La mise en perspective du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées au Royaume-Uni et aux Etats-Unis a permis de constater que l'expression « vote de say-on-pay », d'apparence simpliste, recouvre en réalité une multitude d'options différentes. Comme il n'existe pas un seul type de say-on-pay, il faut également distinguer au sein même du terme « *pay* » ce qui relève de la politique de rémunération et ce qui relève des rémunérations individuelles versées aux dirigeants.

Le projet de loi du gouvernement français, qui aurait du être déposé en automne 2012, s'est vu reporté à l'été 2013. Si la France ne semble pas avoir eu besoin de son impulsion, en tant qu'Etat membre de l'Union Européenne, elle se voit désormais influencée par le droit européen. Mais davantage que ce dernier, il sera intéressant de voir dans quelle mesure la réforme française s'inspirera des réformes britanniques ou si, à l'image des Etats-Unis, elle optera pour un vote purement consultatif et limité à certains dirigeants. Il demeure également possible que la France se distingue en mettant en place une nouvelle forme de say-on-pay, le rapport de la Commission des lois du 20 février 2013 ayant bien démontré que la discussion est ouverte aux innovations.

En tout état de cause, en tant que réforme aux incidences tant économiques que politiques et sociales, les choix sont opérés avec prudence. Partant du constat de rémunérations disproportionnées aux performances de la société, on a pu voir que loin de se limiter à donner la parole aux actionnaires en matière de rémunération des dirigeants, le say-on-pay touche à la répartition même des pouvoirs au sein de la société cotée. Un tel vote se propose d'établir un nouveau mécanisme de contrôle entre actionnaires et dirigeants, mandants et mandataires, atténuant la séparation entre structure de la propriété et gestion de la gestion. Ayant pour corollaire l'accroissement des exigences en matière de transparence, la réforme de say-on-pay s'insère dans la logique d'évolution de la gouvernance d'entreprise ces dernières années.

Enfin, outre les propositions visant à conférer plus de force au say-on-pay en le rendant au moins partiellement contraignant, on envisage progressivement d'y soumettre les sociétés non cotées. Avec un nombre croissant d'Etats abordant la question, il y a tout à parier que l'évolution du say-on-pay ne s'arrêtera pas en si bon chemin.



## **BIBLIOGRAPHIE**

### **• Textes**

- Code de Commerce
- *Companies Act 2006* (Loi sur les sociétés britanniques de 2006)
- Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010
- Projet de réforme britannique : « Draft Statutory Instrument on Directors' Remuneration: the Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013”
- Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques
- Loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat
- Loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière
- Recommandation 2005/162/CE de la Commission Européenne du 15 février 2005 sur le rôle des administrateurs non exécutifs et les membres du conseil de surveillance dans les sociétés cotées
- Recommandation 2004/913/CE de la Commission Européenne du 14 décembre 2004 sur la rémunération des administrateurs de sociétés cotées
- Recommandation CE/2009/3159 de la Commission européenne du 29 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur financier
- Recommandation AMF n° 2011-06 du 18 mars 2011 sur les agences de conseil en vote.
- Livre Vert du 5 avril 2011, Com/2011/164, Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE
- Communication CE/2012/0740 de la Commission européenne du 12 décembre 2012 portant plan d'action: droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises.
- Rapport final de l'AEMF 2013/84 sur les agences de conseil en vote, publié le 19 février 2013
- Rapport n°737 de la Commission des lois du 20 février 2013 sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, présenté par Jean-Michel Clément et Philippe Houillon

### **• Articles**

- Luis A. Aguilar, « Institutional investors : power and responsibility », [www.sec.gov](http://www.sec.gov), 23 avril 2013
- Stephen Bainbridge, “Stopping frivolous say on pay suits”, [www.professorbainbridge.com](http://www.professorbainbridge.com), 12 mars 2012
- Marinilka Barros Kimbro et Danielle Xu, “Shareholders have a say on executive compensation: evidence from say-on-pay in the United States”, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 1er avril 2013
- Ali Bougrine et Aurélie Benac, « Les particularités du contrôle des rémunérations dans les sociétés anonymes cotées », *Journal des Sociétés*, septembre 2012

- Géraldine Broye et Yves Moulin, « Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises : le cas des entreprises françaises cotées », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 2010, vol. 13, issue 1, p.67-98
- Carmel Crimmins et Sinead Cruise, « Second «shareholder spring» unlikely to bloom in Europe », [www.uk.reuters.com](http://www.uk.reuters.com), 24 mars 2013
- Stephen Davis, “Does Say on pay work ? Lessons on making CEO compensation accountable”, <http://millstein.som.yale.edu>, 2007
- Frédéric de Foucault, « Rémunération des dirigeants de sociétés cotées : retour sur la législation applicable », *La Revue Squire Sanders*, 10 septembre 2010
- Mary Ellen Carter et Valentina Zamora, « Shareholder Remuneration Votes and CEO Compensation Design », AAA 2008 MAS Meeting paper, janvier 2009.
- Jawad Fassi-Fehr, « Réguler vraiment la rémunération des dirigeants d’entreprises », *Le Monde*, 20 février 2012
- Patrick Fauconnier, « Les salaires des dirigeants sont sans rapport avec leurs performances », *Le Nouvel Observateur*, 17 janvier 2013
- Fabrizio Ferri, David A. Maber, “Say on pay votes and CEO compensation: evidence from the UK”, *Review of Finance* (2012), 14 février 2012
- Jeremy L. Goldstein, « Say-on-pay so far 2013 », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 12 avril 2013
- Jeffrey N. Gordon, “Executive Compensation: If There’s A Problem, What’s the Remedy? The case of Compensation Discussion and Analysis”, *Journal of Corporation Law*, été 2006.
- Jeffrey N. Gordon, “Say on Pay: cautionary notes on the UK experience and the case for shareholder opt-in”, *Harvard Journal on Legislation*, printemps 2009.
- Edward Greene, “Binding shareholder say-on-pay vote in United Kingdom”, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 31 juillet 2012
- Karine Grévain-Lemercier, « La réponse de l’IFA à la consultation publique sur la rémunération des dirigeants d’entreprise ou l’appel à la sagesse du législateur », *Droit des sociétés* n°1 janvier 2013.
- Roland Gribben, “FTSE 100 directors enjoy 27pc pay rises”, *The Telegraph*, 6 novembre 2012
- Edward A. Hauder, « Failed say-on-pay votes : a road map to recovery », *Bloomberg BNA Pension and benefit daily*, 2012
- Pauline Jacot, “Patrons, mais où se cache votre terre d’asile?”, *Le Point*, 5 mars 2013.
- Michael C. Jensen et William H. Meckling, “Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n°4, 1er juillet 1976
- David A. Katz, “Delaware federal court dismisses say-on-pay case”, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 21 mars 2013

- Benoît Lecourt, « Rémunérations des dirigeants de sociétés cotées et politique de rémunération dans le secteur des services financiers : bilan mitigé un an après la publication des recommandations du printemps 2009 », *Revue des sociétés* 2010, p. 603
- Michel Magnan et Claudine Mangen, “Is say on pay an effective governance tool?”, [www.igopp.org](http://www.igopp.org), 2009
- Gretchen Morgenson, « Say on pay votes make more shareholder voices heard », *New-York Times*, 7 avril 2012
- Laurent Mauriac, « Le scandale des bonus », *Libération*, 15 octobre 2003
- John O’Donnell et Jane Merriman, « EU’s Barnier urges binding shareholder vote on pay », [www.uk.reuters.com](http://www.uk.reuters.com), 16 mai 2012
- John Orson « Plaintiffs lawyer target say-on-pay disclosures in annual proxy statement », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 12 mars 2013
- Jean Paillusseau, « Une reconception du droit des sociétés commerciales », *Recueil Dalloz* 1996 p. 287, 10 octobre 1996
- Jean Paillusseau, « Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ? », *Recueil Dalloz*, 1999, n° 15, p. 157 et s, 15 avril 1999
- George B. Paulin, « Executive Compensation 2012 Year in Review and Implications », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 13 avril 2013
- Marc Petitier et Thomas Meli, “Agences de conseil en vote et pouvoirs des assemblées générales de sociétés cotées”, *La semaine juridique Entreprise et Affaires* n°15, 11 avril 2013
- Julie Satow, « CEO Bonus pay rises despite poor performances », *Huffington Post*, 18 avril 2009
- Manan Shah, « Executive votes may be harming shareholders », *New-York Times*, 26 février 2013
- Jean-Pierre Sicard, Alain Minczeles et Laurent Deborde, « Principes de l’investissement responsable : une démarche des grands investisseurs institutionnels sous l’égide des Nations Unies », *Revue d’économie financière*, n°85, 2006.
- Hélène Solignac, « Comment dit-on soft law en latin ? », [www.rivoliconsulting.com](http://www.rivoliconsulting.com), 20 mai 2012
- Vincent Téchené, “Rémunération des dirigeants de sociétés: que faut-il changer? Questions à Julia Noir », *Revue Lexabase Hebdo édition affaires* n°314 du 25 octobre 2012.
- Randall S. Thomas, Alan R. Palmiter et James F. Cotter, « Dodd-Frank’s say on pay : will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance ? », *Cornell law review*, vol. 97, 2012
- Matteo Tonello, « Proxy voting analytics between 2008 and 2012 », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <http://blogs.law.harvard.edu>, 24 février 2013
- Audrey Tonnelier, « Le long chemin des actionnaires français pour voter la rémunération des patrons », *Le Monde*, 1<sup>er</sup> mars 2013.
- Jean-Jacques Uettwiller, « Faut-il repenser le statut de dirigeant d’entreprise », *La semaine juridique*, édition générale, n°16, 15 avril 2013.

- Bruce G. Vanyo, Michael J. Lohnes et Christina L. Costley, « Guest Post: As Proxy Season Begins, the Dodd-Frank Say-on-Pay Cases Are on the Brink of Death », *www.dandodiary.com*, 5 avril 2013

#### • Etudes et rapports

- Rapport du groupe d'étude Greenbury du 17 juillet 1995

- Rapport SEC (2007) 1022 de la Commission Européenne du 13 juillet 2007 sur l'application par les Etats membres de la recommandation sur la rémunération des dirigeants.

- Rapport n°1737 de la Commission des lois sur la proposition de loi de M. François Sauvadet n°1671 visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les SA, 16 juin 2009

- Rapport n°1798 de la Commission des lois sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés, 7 juillet 2009

- Rapport de Railpen Investments and PIRC Limited « Say-on-pay, 6 years on, lessons from the UK experience », septembre 2009

- Rapport 2011 de l'ISS Europe sur les assemblées générales d'actionnaires, *www.issgovernance.com*

- Rapport 2012 Semler Brossy sur les votes de say-on-pay dans les sociétés du Russell 3000

- Rapport 2013 Semler Brossy sur les votes de say-on-pay dans les sociétés du Russell 3000

- Rapport du Department for Business Innovation and Skills (Royaume-Uni), Executive pay: shareholders voting rights consultation, mars 2012.

- Réponse de Proxinvest à la consultation de la Direction Générale du Trésor, publiée le 7 septembre 2012

- Données sur les actifs des investisseurs institutionnels, <http://stats.oecd.org>

- Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, élaborés en 2004

- Position du Forum européen sur le gouvernement d'entreprise du 23 mars 2009

#### • Ouvrages

- Stephen Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford University Press, 2012

- Frédéric Parrat, *Le gouvernement d'entreprise, ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer. Suivi de l'enquête intégrale réalisée par KPMG*, Maxima, 2010

## PLAN DETAILLÉ

Sommaire .....	3
Introduction.....	4
<b>Partie 1 : L'introduction du dispositif de vote sur la rémunération des dirigeants au Royaume-Unis, aux Etats-Unis et en France .....</b>	<b>9</b>
§1. Les débats sur l'introduction du vote de say-on-pay.....	9
A. Le constat de l'inadéquation entre performances et rémunération.....	9
1) Les critiques de l'opinion publique .....	9
2) Des rémunérations déconnectées dès résultats de la société.....	11
B. Vote de say-on-pay et l'équilibre des pouvoirs au sein de la société.....	13
1) Les doutes quant à l'efficacité du conseil d'administration. ....	13
2) Vers un rééquilibrage des pouvoirs dans la société.....	15
§2. L'adoption du say-on-pay au sein des ordres juridiques nationaux.....	17
A. L'instauration d'un vote consultatif sur les rémunérations des dirigeants.....	18
1) Le modèle britannique, précurseur du say-on-pay.....	18
2) Les démarches vers un say-on-pay français.....	21
B. Vers le renforcement du vote des actionnaires.....	23
1) Le passage à un double vote britannique.....	23
2) Le droit européen en route vers le say-on-pay.....	27
3) Contexte européen et influence britannique : réflexions sur les options françaises.....	31
§3. Les modalités du vote de say-on-pay.....	32
A. Les instruments employés pour introduire le vote de say-on-pay.....	32
1) Choix entre dispositions contraignantes et <i>soft law</i> .....	32
2) Discussions sur l'application des conventions réglementées en France.....	34
B. Le champ d'application du vote de say-on-pay.....	37
1) Sociétés concernées.....	37
2) Dirigeants visés.....	38
C. Le mécanisme du vote sur la rémunération des dirigeants.....	40
1) Le déroulement du vote de say-on-pay.....	40

2) Les rapports soumis lors du vote de say-on-pay.....	42
<b>Partie 2 : Enjeux et problématiques du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants</b> .....	<b>44</b>
§1. Le bilan des années d'application du vote de say-on-pay.....	44
A. Les résultats des votes des actionnaires sur la rémunération des dirigeants.....	44
1) Des votes très favorables aux rémunérations.....	45
a. Les rares rejets par les actionnaires.....	45
b. Facteurs expliquant le soutien des actionnaires.....	46
2) Les effets du vote de say-on-pay sur les rémunérations.....	48
a. Des rémunérations davantage liées aux performances.....	48
b. L'absence de baisse dans les montants des rémunérations.....	49
B. L'impact d'un vote négatif de say-on-pay.....	51
1) Vote consultatif défavorable.....	51
2) L'impact prévisible d'un vote renforcé défavorable.....	53
§2. L'influence du say-on-pay sur la répartition des pouvoirs au sein de la société.....	56
A. L'implication croissante de l'actionnariat dans la société.....	57
1) Le rôle des investisseurs institutionnels dans les votes de say-on-pay.....	57
2) Une meilleure communication entre la société et ses actionnaires.....	59
B. La problématique des agences de conseil en vote.....	61
1) L'influence croissante des conseillers en vote.....	62
2) Vers un encadrement des agences de conseil en vote.....	64
§3. Actions en justice sur le fondement du vote de say-on-pay.....	67
A. Tentatives fondées sur un vote de say-on-pay négatif.....	67
B. Les actions fondées sur les exigences de transparence imposées à la société.....	69
Conclusion.....	72
Bibliographie.....	73
Plan détaillé.....	77
Annexes.....	79

## ANNEXES

### **Extraits de lois**

#### 1) Companies Act 1985 devenu Companies Act 2006 (Royaume-Uni)

Section 439 Quoted companies: members' approval of directors' remuneration report

(1) A quoted company must, prior to the accounts meeting, give to the members of the company entitled to be sent notice of the meeting notice of the intention to move at the meeting, as an ordinary resolution, a resolution approving the directors' remuneration report for the financial year.

(2) The notice may be given in any manner permitted for the service on the member of notice of the meeting.

(3) The business that may be dealt with at the accounts meeting includes the resolution.

This is so notwithstanding any default in complying with subsection (1) or (2).

(4) The existing directors must ensure that the resolution is put to the vote of the meeting.

(5) No entitlement of a person to remuneration is made conditional on the resolution being passed by reason only of the provision made by this section. [...]

Section 447 Filing obligations of quoted companies

(1) The directors of a quoted company must deliver to the registrar for each financial year of the company a copy of—

(a) the company's annual accounts,

(b) the directors' remuneration report, F11. . .

(c) the directors' report. [F12, and

(d) any separate corporate governance statement.] [...]

#### 2) Projet de réforme Enterprise and Regulatory Reform Bill (Royaume-Uni)

.439A Quoted companies: members. approval of directors. remuneration policy.

(1) A quoted company must give notice of the intention to move, as an ordinary resolution, a resolution approving the relevant directors. remuneration policy.

(a) at the accounts meeting held in the first financial year which begins after the coming into force of section (*Payments to directors: members. approval of directors. remuneration policy*) of the Enterprise and Regulatory Reform Act 2012 or at an earlier general meeting, and

(b) at an accounts or other general meeting held no later than the end of the period of three financial years beginning with the first financial year after the last accounts or other general meeting in relation to which notice is given under this subsection.

(2) A quoted company must give notice of the intention to move at an accounts meeting, as an ordinary resolution, a resolution approving the relevant directors. remuneration policy if.

(a) a resolution required to be put to the vote under section 439 was not passed at the last accounts meeting of the company, and

(b) no notice under this section was given in relation to that meeting or any other general meeting held before the next accounts meeting. [...]

*Restrictions relating to remuneration or loss of office payments*

226B Remuneration payments

(1) A quoted company may not make a remuneration payment to a person who is, or is to be, a director of the company unless.

(a) the payment is consistent with the approved directors. remuneration policy, or

(b) the payment is approved by resolution of the members of the company.

(2) The approved directors' remuneration policy is the most recent remuneration policy to have been approved by a resolution passed by the members of the company in general meeting.

226E Payments made without approval: civil consequences

(1) An obligation (however arising) to make a payment which would be in contravention of section 226B or 226C has no effect.

(2) Subject to subsections (3) and (4), if a payment is made in contravention of section 226B or 226C.

(a) it is held by the recipient on trust for the company or other person making the payment, and

(b) in the case of a payment by a company, any director who authorised the payment is jointly and severally liable to indemnify the company that made the payment for any loss resulting from it. [...]

**3) Section 951 of the Dodd Frank Act,**  
**inséré dans Section 14A of the Securities and Exchange Act of 1934 (Etats-Unis)**

“SEC. 14A. SHAREHOLDER APPROVAL OF EXECUTIVE COMPENSATION.

“(a) SEPARATE RESOLUTION REQUIRED.—

“(1) IN GENERAL.—Not less frequently than once every 3 years, a proxy or consent or authorization for an annual or other meeting of the shareholders for which the proxy solicitation rules of the Commission require compensation disclosure shall include a separate resolution subject to shareholder vote to approve the compensation of executives, as disclosed pursuant to section 229.402 of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto.

“(2) FREQUENCY OF VOTE.—Not less frequently than once every 6 years, a proxy or consent or authorization for an annual or other meeting of the shareholders for which the proxy solicitation rules of the Commission require compensation disclosure shall include a separate resolution subject to shareholder vote to determine whether votes on the resolutions required under paragraph (1) will occur every 1, 2, or 3 years.

“(3) EFFECTIVE DATE.—The proxy or consent or authorization for the first annual or other meeting of the shareholders occurring after the end of the 6-month period beginning on the date of enactment of this section shall include—

“(A) the resolution described in paragraph (1); and

“(B) a separate resolution subject to shareholder vote to determine whether votes on the resolutions required under paragraph (1) will occur every 1, 2, or 3 years. [...]

“(c) RULE OF CONSTRUCTION.—The shareholder vote referred to in subsections (a) and (b) shall not be binding on the issuer or the board of directors of an issuer, and may not be construed—

“(1) as overruling a decision by such issuer or board of directors;

“(2) to create or imply any change to the fiduciary duties of such issuer or board of directors;

“(3) to create or imply any additional fiduciary duties for such issuer or board of directors; or

“(4) to restrict or limit the ability of shareholders to make proposals for inclusion in proxy materials related to executive compensation.



“(d) DISCLOSURE OF VOTES.—Every institutional investment manager subject to section 13(f) shall report at least annually how it voted on any shareholder vote pursuant to subsections (a) and (b), unless such vote is otherwise required to be reported publicly by rule or regulation of the Commission.

“(e) EXEMPTION.—The Commission may, by rule or order, exempt an issuer or class of issuers from the requirement under subsection (a) or (b). In determining whether to make an exemption under this subsection, the Commission shall take into account, among other considerations, whether the requirements under subsections (a) and (b) disproportionately burdens small issuers.”.