

LE POINT DE VUE DE L'AMF
SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE
DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES :
RETOURS SUR LE RAPPORT ANNUEL DE L'AMF
SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE
ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

GÉRARD RAMEIX*

La « marchandisation » croissante du financement des entreprises au tournant du siècle dernier et certaines dérives¹ ont alimenté le renouveau du gouvernement d'entreprise, concept protéiforme, mais que l'on peut définir comme l'ensemble des règles de droit et des pratiques qui déterminent l'exercice et le contrôle de la direction d'une société. Parce qu'il inspire de nouveaux équilibres entre actionnaires, dirigeants et parties prenantes et qu'il constitue un levier de transparence, le gouvernement d'entreprise a vocation à contribuer à un meilleur alignement des intérêts privés et de l'intérêt social, à l'amélioration du processus de décision et à l'acceptabilité de la stratégie initiée par les dirigeants.

Si les fondements actuels du fonctionnement et de l'organisation des sociétés commerciales ont été posés par la loi de juillet 1966², d'importantes réformes ont été introduites au cours de la dernière décennie, en particulier avec la loi relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) de mai 2001³ – qui a notamment instauré la possibilité de dissocier les fonctions de direction dans les sociétés « monistes⁴ » – et la loi de sécurité financière d'août 2003⁵. De même, les conceptions de la gouvernance se sont ramifiées, selon l'importance accordée au management, aux « actionnaires-propriétaires » et aux parties prenantes (*stakeholders*), la conception française étant en quelque sorte située à mi-chemin des « modèles » allemand et britannique.

Ce renouveau du gouvernement d'entreprise est aussi largement imputable au « droit souple » (*soft law*), constitué en particulier des codes élaborés par les associations professionnelles d'entreprises⁶, des recommandations et des politiques

*Président, Autorité des marchés financiers (AMF).

formalisées de vote des investisseurs institutionnels et des recommandations de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Compte tenu de leurs caractéristiques structurelles, telles que leur capital ouvert au public et les obligations spécifiques d'information financière auxquelles elles sont soumises, les sociétés cotées doivent appliquer un régime plus contraignant de gouvernement d'entreprise. L'AMF, en tant que régulateur des marchés financiers et de ces sociétés, s'est de plus en plus impliquée dans le suivi et l'amélioration de leur cadre de gouvernance par ses recommandations et son rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et les rémunérations des dirigeants.

Nous aborderons successivement le cadre normatif actuel et le rôle de l'AMF, les conclusions du dernier rapport publié en octobre 2012 et les nouvelles étapes qui pourraient être franchies à court et moyen terme.

L'AMF : VIGIE ET AIGUILLON DE LA GOUVERNANCE DES SOCIÉTÉS COTÉES

De manière générale, la gouvernance des sociétés cotées est en tant que telle moins régie par des normes de niveau législatif, qu'elles soient communautaires ou nationales, que d'autres domaines.

Le droit communautaire a fixé un certain nombre de règles législatives sur des thèmes connexes au gouvernement d'entreprise tendant, par exemple, à harmoniser l'information financière due à l'occasion d'une offre au public ou de l'admission aux négociations sur un marché réglementé⁷ ou à renforcer l'exercice effectif des droits des actionnaires⁸. S'agissant de l'équilibre des pouvoirs et des rémunérations, il demeure cependant relativement peu prescriptif et a été notamment décliné dans trois recommandations sur la rémunération des administrateurs⁹, le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance et les comités du conseil d'administration ou de surveillance¹⁰.

Une directive de juin 2006¹¹ a toutefois introduit l'obligation d'insérer une déclaration de gouvernement d'entreprise dans le rapport de gestion et a consacré le principe « appliquer ou expliquer »¹² pour l'application des codes de gouvernement d'entreprise. De même, la Commission européenne a porté une attention particulière aux rémunérations dans les établissements financiers, en particulier après la crise des *subprimes*, dans une logique de maîtrise prudentielle des risques et d'alignement des intérêts.

Ce *corpus* normatif devrait prochainement s'enrichir à la suite des initiatives qui seront prises par la Commission européenne dans le cadre de son nouveau plan d'action sur le gouvernement d'entreprise et la modernisation du droit des sociétés, qui fait suite à celui de mai 2003 et qui a été publié en décembre 2012.

Au niveau national, le gouvernement d'entreprise trouve logiquement sa source dans le droit général des sociétés et, le cas échéant, des dispositions propres aux sociétés cotées. Le Code de commerce prévoit ainsi un certain nombre de dispositions relatives, par exemple, au plafonnement du cumul des mandats des administrateurs, à la partie du rapport de gestion dédiée aux rémunérations des dirigeants, à la mise en place d'un comité d'audit ou des comptes, ou à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils.

La loi constitue toutefois le socle d'un édifice normatif original qui s'apparente plutôt à une « autorégulation évolutive » encadrée, d'une part, par les codes de gouvernement d'entreprise établis par les associations représentatives des entreprises et, d'autre part, par les recommandations émises par l'AMF. L'ensemble est structuré par le principe « appliquer ou expliquer » qui garantit l'adaptabilité des normes aux spécificités des sociétés. Deux dispositions législatives forment ainsi le pivot de cette architecture dominée par le « droit souple » :

– l'article L. 225-37 du Code de commerce (pour les sociétés à conseil d'administration¹³) qui prévoit, pour les sociétés cotées, que le président rend compte dans un rapport dédié de certains aspects du gouvernement d'entreprise, tels que la composition du conseil, les conditions de préparation et d'organisation de ses travaux, les procédures de contrôle interne et de gestion des risques, et les règles de détermination des rémunérations et des avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux. Il consacre également l'existence des codes de gouvernement d'entreprise et le principe « appliquer ou expliquer » pour leur mise en œuvre¹⁴ ;

– l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier qui fonde la compétence de l'AMF. Il prévoit ainsi que le règlement général de l'AMF fixe les conditions de publication des informations contenues dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise. En outre, l'AMF « établit chaque année un rapport sur la base de ces informations et peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile ».

Bien que n'étant pas investie d'une mission de régulation directe de la gouvernance des sociétés cotées, l'AMF participe activement au processus d'amélioration continue du cadre actuel. Vecteur privilégié de son action en la matière, son rapport annuel *ad hoc* comporte trois dimensions : statistique, analytique et prospective. Il permet d'évaluer le niveau et la qualité de mise en œuvre des codes AFEP-MEDEF (depuis 2004) et Middlenext (depuis 2010), de formuler des recommandations à l'attention des sociétés et de soumettre aux associations représentatives des « pistes de réflexion » tendant à faire évoluer les codes de référence sur certains points. En outre, les services de l'AMF peuvent être conduits, à l'occasion du contrôle de l'information financière des sociétés, à formuler des observations et requérir des améliorations du document de référence dans sa partie relative au gouvernement d'entreprise et aux rémunérations.

Ce faisant, l'AMF ne se positionne aujourd'hui ni comme organe de réglementation, ni comme « gendarme » de la gouvernance *stricto sensu*, mais plutôt

comme un « observateur engagé » des codes de référence et des pratiques des entreprises.

LA GOUVERNANCE DES GRANDES SOCIÉTÉS EN 2012 : DES PROGRÈS INDÉNIALES, MAIS DES MARGES D'AMÉLIORATION

Sur décision de son collègue, le rapport annuel de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et les rémunérations des dirigeants a connu plusieurs évolutions notables en 2012. Outre un champ limité aux 60 plus grandes sociétés cotées françaises se référant au code AFEP-MEDEF¹⁵ (dont 35 du CAC 40), il aborde pour la première fois la question des censeurs et consacre des développements substantiels aux débats en cours, tels que celui sur les agences de conseil en vote, l'élaboration des codes de gouvernement d'entreprise et le *say on pay*.

L'innovation majeure réside toutefois dans la désignation nominative des sociétés dont les bonnes ou mauvaises pratiques ont été relevées, ces sociétés ayant été informées en amont de la publication du rapport. Cette démarche a certes pu causer quelques émois au sein de la communauté des émetteurs, mais se fonde sur des informations exclusivement publiques et contribue à renforcer la portée incitatrice du rapport de l'AMF.

L'AMF a également décidé de faire prévaloir une interprétation exigeante du principe « appliquer ou expliquer », déjà évoquée par la Commission européenne dans sa consultation de 2011 sur le Livre vert relatif au cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne.

Ce principe est, en effet, au cœur de la régulation « souple » du gouvernement d'entreprise et en conditionne, pour une large part, l'efficacité. Son intérêt réside dans sa souplesse et sa capacité, par la transparence, à répondre aux attentes des investisseurs et à mettre en évidence les meilleures pratiques. Il demeure cependant sujet à différentes interprétations et ne représente pas en soi une incitation à faire évoluer les standards ou le code de référence. La qualité et la pertinence des explications données sont donc structurantes et constituent la véritable contrepartie d'un système de gouvernance en partie autorégulé.

Pour que ce principe soit crédible et efficace, l'AMF considère que son application doit être appréciée de manière rigoureuse. Une société qui s'exonère de tout ou partie du code doit donc non seulement apporter des explications précises et circonstanciées, mais aussi expliquer comment elle atteint l'objectif général fixé par la recommandation écartée. À défaut d'application effective d'une solution alternative, elle devrait expliquer les démarches initiées et leur horizon de mise en œuvre en vue d'aboutir à la pleine conformité à la disposition concernée ou à la mise en place de la solution alternative.

Le principe « appliquer ou expliquer » implique donc que l'entreprise se

conforme aux principes de gouvernance sous-jacents dans les recommandations du code, le cas échéant par d'autres moyens. L'approche uniforme du code n'étant pas adaptée pour toutes les entreprises, ce principe traduit ainsi une déclinaison « sur mesure » de standards communément admis de gouvernement d'entreprise.

L'analyse conduite par l'AMF a permis de mettre en évidence de nouveaux progrès dans les pratiques de gouvernance des grandes sociétés sur 2011, que ce soit au regard de la conformité au code AFEP-MEDEF, de la qualité des explications fournies en cas de dérogation, ou de la transparence des rémunérations.

Ainsi, en matière de gouvernement d'entreprise, on relève une diminution du nombre de sociétés qui ne donnent pas d'explications circonstanciées sur un changement de structure de gouvernance intervenu durant l'année (3 en 2009 et 1 en 2011), une forte progression de la représentation des femmes au sein des conseils (un peu moins de 10 % au 31 décembre 2009 et 20 % au 31 décembre 2011), une augmentation de la part des administrateurs ne détenant qu'un seul mandat, exécutif ou non¹⁶, et une augmentation de la proportion de comités d'audit et de comités de rémunération présidés par un administrateur indépendant (respectivement 88 % et 93 % pour les premiers et 79 % et 86 % pour les seconds). La proportion globale d'administrateurs indépendants au sein des conseils (55 % au 31 décembre 2009 et 54 % au 31 décembre 2011) et des comités d'audit (un peu plus de 70 % en 2009 comme en 2011) est quant à elle relativement stable, mais à un niveau élevé, tandis que la part des sociétés ayant communiqué sur les résultats de l'évaluation du conseil s'inscrit en légère baisse.

On constate également que la préférence pour une architecture « moniste » se confirme puisque 80 % des sociétés de l'échantillon disposaient d'un conseil d'administration, dont près des trois quarts ont unifié les fonctions de président du conseil et de directeur général.

S'agissant de la transparence des rémunérations des dirigeants, il apparaît que le code AFEP-MEDEF et les recommandations de l'AMF ont fait évoluer de manière positive les pratiques des grandes sociétés. Un effort significatif de transparence a ainsi été réalisé par les émetteurs sur la centralisation des informations relatives aux rémunérations des dirigeants et à la présentation du tableau récapitulatif recommandé par l'AMF (100 % en 2011, contre 70 % en 2009). En 2011, toutes les sociétés présentent la politique suivie par leur conseil s'agissant du cumul du contrat de travail avec un mandat social ainsi que celle relative à la conservation des titres (contre 74 % sur ce dernier point en 2010). Enfin, la quasi-totalité de ces sociétés soumettent l'exercice de l'ensemble des stock-options et l'attribution définitive de toutes les actions à des conditions de performance.

Pour autant, des insuffisances et des marges de progression demeurent.

L'AMF a ainsi relevé quelques (rares) cas particuliers de cumul abusif de mandats. Plus généralement, il existe aussi un risque de « standardisation » de certaines justifications, insuffisamment adaptées à la situation particulière de

la société, et donc de perte de substance du principe « appliquer ou expliquer ». L'AMF l'a notamment constaté pour les changements de structure de gouvernance, l'exclusion de certains critères d'indépendance retenus par le code AFEP-MEDEF ou la proportion de membres indépendants au sein du comité de rémunération.

En matière de rémunérations, il apparaît que seule une minorité de sociétés soumettent les attributions définitives d'actions à des conditions de performance internes et externes. Par ailleurs, la quasi-totalité des sociétés précisent la nature des critères quantitatifs afférents aux rémunérations variables, mais 30 % ne détaillent pas les critères qualitatifs. La présentation des informations individualisées sur les retraites à prestations définies est généralement incomplète. En outre, on constate le développement de dispositifs non encadrés par le code AFEP-MEDEF et qui pourraient donc être assimilés à des contournements : régimes de retraite, indemnités diverses, *retention plans*, rémunérations conditionnelles différées, *cash incentives* (actions synthétiques notamment), ou rémunérations variables *ad hoc*.

Forte de ce constat, l'AMF a formulé les recommandations suivantes :

- intégrer, dans le document de référence, un tableau de synthèse des recommandations du code AFEP-MEDEF que la société a choisies de ne pas appliquer ainsi que les explications afférentes ;
- s'il y a lieu, décrire précisément le mode de désignation, les missions et les prérogatives des censeurs ;
- ne pas fonder l'exclusion du critère d'indépendance des administrateurs relatif à l'exercice de mandats pendant plus de douze années consécutives sur le seul argument de la compétence ou de l'expérience de l'administrateur, qui sont des qualités distinctes de l'indépendance ;
- ne pas justifier une durée de mandat supérieure à quatre ans par un cycle long d'activité propre à la société, une telle justification n'apparaissant pas pertinente au regard de l'objet même de cette limitation ;
- lorsqu'un comité unique est en charge des rémunérations et des nominations, s'abstenir d'y désigner le président en exercice de la société ;
- actualiser l'ensemble des informations relatives à la rémunération et aux avantages de toute nature dus ou versés aux dirigeants par l'ensemble des sociétés du groupe¹⁷ ;
- fournir une présentation claire et précise de la clé de répartition des critères retenus pour la détermination de la partie variable de la rémunération.

Enfin, l'AMF a énoncé de nouvelles « pistes de réflexion » pour une évolution du code, tout en déplorant que celles déjà proposées n'aient pas été suivies par les associations professionnelles :

- préciser la notion de société contrôlée¹⁸ et celle de cercle élargi de bénéficiaires pour le bénéfice des régimes de retraite supplémentaire à prestations définies ;
- engager une réflexion sur l'opportunité d'appliquer aux censeurs certaines des

règles auxquelles sont soumis les administrateurs, en particulier celles relatives à l'indépendance, à la déclaration d'intérêts et au cumul des mandats ;

– mieux apprécier l'indépendance des administrateurs entretenant des relations d'affaires, bancaires ou de conseil, par mandats sociaux interposés, en précisant en particulier les critères qualitatifs d'analyse du caractère significatif de ces relations d'affaires, ainsi que les cas dans lesquels un administrateur ne pourrait être considéré comme indépendant ;

– soumettre les rémunérations et les avantages qui ne sont aujourd'hui pas spécifiquement visés par le code aux grands principes de détermination des rémunérations figurant dans celui-ci (exhaustivité, équilibre entre les différents éléments de rémunération, *benchmark*, cohérence des règles applicables et lisibilité).

VERS UNE NOUVELLE ÉTAPE DANS LE RENFORCEMENT DE LA GOUVERNANCE

En dépit des progrès indéniables accomplis au cours de la dernière décennie et d'un cadre normatif qui soutient la comparaison avec celui des pays industrialisés, la perception de la gouvernance des grandes sociétés françaises, en particulier celle des investisseurs internationaux, n'est pas toujours positive¹⁹ et semble accuser un certain décalage par rapport à la réalité. Cette image peut procéder de la persistance d'idées reçues, il est vrai alimentées par des excès réels quoique sporadiques, mais aussi de singularités façonnées par le droit et les pratiques et qui ne semblent plus en phase avec les évolutions internationales. On peut ainsi mentionner le relatif déficit de « pression actionnariale » des investisseurs domestiques²⁰, un processus d'élaboration des codes dominé par la communauté des émetteurs, un régime des conventions réglementées perfectible ou l'absence de *say on pay*.

À cet « effet de loupe » s'ajoute un questionnement plus conceptuel et non moins fondamental sur les mutations du paradigme de la gouvernance qui, d'un modèle – inspiré par la théorie du principal-agent – de face-à-face (sur le mode de la confrontation ou du dialogue²¹) entre « actionnaires propriétaires » et dirigeants, tend à évoluer vers une conception plus ramifiée et « organique » des interactions entre l'entreprise et son environnement. Selon cette acception, l'entreprise, acteur et produit d'un environnement complexe, doit intégrer ce dernier dans sa gouvernance en tenant compte de l'ensemble des *stakeholders* – actionnaires, salariés, clients, prestataires... – et en fournissant une information multidimensionnelle. On assiste ainsi actuellement à l'essor de l'information extra-financière et de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises. En contrepartie, la dimension des « devoirs » des actionnaires, et pas seulement de leurs droits, tend à se renforcer.

Ce modèle de gouvernance ne doit cependant pas conduire à faire peser sur l'entreprise des exigences de responsabilité telles qu'elles deviendraient incompatibles avec la bonne gestion de ses activités et une projection dans le long terme, ni à diluer les attributions de l'organe social dirigeant dans un réseau étendu de contre-pouvoirs.

Quelle que soit la conception théorique appelée à modeler la gouvernance des sociétés cotées dans les prochaines années, des évolutions substantielles sont probablement à escompter à court et moyen terme. Outre une prochaine actualisation du code AFEP-MEDEF que l'AMF appelle de ses vœux, le gouvernement a annoncé un futur projet de loi sur les rémunérations des dirigeants, qui a fait l'objet d'une consultation publique durant l'été 2012 et qui devrait également traiter d'autres enjeux de gouvernance. Au début de décembre 2012, Pierre Moscovici, ministre de l'économie et des finances, a notamment évoqué « les limites de l'autorégulation » et mis l'accent sur une plus grande représentation des salariés au conseil et sur le rôle des comités de rémunération dans la détermination des stock-options.

L'AMF a participé à la consultation publique sur ce projet de loi et a précisé, dans sa réponse ainsi que dans son rapport précité, ses vues sur plusieurs pistes de réformes. Outre sa conception rigoureuse du principe « appliquer ou expliquer », exposée *supra*, elle s'est déclarée favorable à l'introduction d'un plafond plus strict de cumul de mandats – par exemple trois, au lieu de cinq mandats actuellement – pour les administrateurs exerçant des fonctions exécutives.

L'AMF défend également le principe du *say on pay*, qui permettrait au conseil d'être mieux éclairé sur les attentes des actionnaires pour parfaire le système de rémunération, et pourrait constituer un levier d'échanges sur d'autres sujets de gouvernance, en incitant le conseil à entretenir un dialogue continu auprès des grands actionnaires.

Toute réforme en ce domaine devra toutefois s'appuyer sur le rôle de proposition et d'initiative du conseil et sur les travaux préalables du comité de rémunération. Pour être crédible et entendu, ce dernier devrait être majoritairement composé d'administrateurs indépendants et présidé par un tel administrateur, et envisager des critères de performance qui soient complets (pas seulement boursiers) plutôt que résolument sophistiqués. Le principe de vote des actionnaires pourrait être obligatoire pour les plus grandes sociétés cotées²², selon une périodicité annuelle. L'AMF considère également que la portée du vote devrait être plutôt consultative, un vote consultatif bien calibré étant susceptible d'exercer un effet incitatif important et de permettre au conseil de prendre les mesures appropriées, sans pour autant compromettre une stratégie d'entreprise validée par les actionnaires. En revanche, l'objet du vote pourrait être d'autant plus précis – par exemple, le montant de la rémunération individuelle globale – qu'il porterait sur un nombre réduit de dirigeants²³.

L'AMF attache également une importance particulière à la modernisation du processus d'élaboration des codes de gouvernance qui, contrairement à ce qui

prévaut chez la plupart de nos partenaires européens, sont établis par les représentants des entités appelées à s'y référer. L'article L. 225-37 du Code de commerce pourrait donc être modifié afin que les organismes représentatifs d'actionnaires individuels et d'investisseurs institutionnels soient associés à l'élaboration des codes et que les pistes de réflexion de l'AMF soient davantage prises en compte. Le régulateur pourrait être impliqué à double titre : un rôle informel en amont de « facilitateur » du consensus entre les parties, et un avis, selon un degré de formalisme à définir, sur le document qui lui serait *in fine* soumis.

Enfin, l'AMF a approuvé les conclusions²⁴ du groupe de travail de place sur les assemblées générales des sociétés cotées, présidé par Olivier Poupert-Lafarge, membre du collège de l'AMF, qui a publié son rapport en juillet 2012. Les trente-trois propositions formulées dans ce rapport ont trait au dialogue permanent entre actionnaires et émetteurs, à une meilleure expression du vote, à la consolidation des missions du bureau de l'assemblée générale et à l'amélioration du régime des conventions réglementées.

Pour conclure, on peut avec réalisme éprouver une certaine satisfaction sur le chemin parcouru depuis dix ans. Les sociétés cotées sont plus transparentes sur leurs pratiques de gouvernance et de rémunération, les administrateurs sont plus impliqués et diversifiés, le dialogue avec les actionnaires est plus régulier et constructif. Les soupçons d'endogamie n'ont toutefois pas disparu, certains abus isolés suscitent l'incompréhension et le principe « appliquer ou expliquer » ne doit pas se déliter pour devenir une simple « prime à la rhétorique ». Les débats et les conflits avec les actionnaires sont inhérents à la vie des entreprises, mais la recherche d'un meilleur équilibre des pouvoirs des actionnaires et des dirigeants demeure aussi une exigence permanente. De même que les entreprises sont contraintes d'adapter leur stratégie pour demeurer compétitives, elles doivent régulièrement évaluer leurs pratiques de gouvernance à l'aune des meilleurs standards et les faire évoluer pour gagner et préserver la confiance des investisseurs. L'AMF, en association avec les représentants des émetteurs et des investisseurs, est prête à les aider à relever ce défi.

NOTES

1. La bulle boursière de la fin des années 1990 et surtout les errements comptables de certaines grandes sociétés (Enron, Parmalat, Worldcom...) ont en effet conduit à remettre en question certains fondements de la responsabilité des dirigeants.
2. Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.
3. Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.
4. La structure « moniste » désigne les sociétés à conseil d'administration, par opposition avec les « sociétés duales » ou « dualistes » à directoire et conseil de surveillance.

5. Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.
6. Tels que les codes de gouvernement d'entreprise établis par l'AFEP-MEDEF et Middlednext.
7. Au travers du dispositif « Prospectus » qui comporte une directive révisée en novembre 2010 et deux règlements délégués adoptés en mars 2012 et juin 2012.
8. Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil européen du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.
9. Recommandations 2004/913/CE du 14 décembre 2004 et 2009/385/CE du 30 avril 2009.
10. Recommandation 2005/162/CE du 15 février 2005.
11. Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil européen du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurances.
12. Le b) de l'article 46 *bis* de la directive 78/660/CEE dispose ainsi que « dans la mesure où une société, conformément à la législation nationale, déroge à l'un des codes de gouvernement d'entreprise (...), la société indique les parties de ce code auxquelles elle déroge et les raisons de cette dérogation. Si la société a décidé de n'appliquer aucune disposition d'un code de gouvernement d'entreprise (...), elle en explique les raisons ».
13. Et l'article L. 225-68 pour les sociétés « duales » à conseil de surveillance et directoire.
14. Cet article dispose ainsi que « lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport prévu au présent article précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Se trouve de surcroît précisé le lieu où ce code peut être consulté. Si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, ce rapport indique les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise ».
15. Les sociétés se référant au code Middlednext seront désormais étudiées une année sur deux. Le rapport publié à la fin de 2011 portait sur un échantillon de 90 sociétés, dont 59 se référaient en 2010 au code AFEP-MEDEF, 19 au code établi par Middlednext et 12 ne se référaient à aucun code. De même, le contrôle interne et la gestion des risques ont fait l'objet d'une étude distincte *ad hoc* publiée le 26 novembre 2012.
16. Pour les dirigeants exécutifs, cette proportion est passée d'environ 13 % à la fin de 2009 à 36 % à la fin de 2011.
17. Le cas échéant par voie de communiqué ou actualisation du document de référence si cette information n'est pas disponible au moment de la mise à disposition de ce document.
18. Par exemple, en faisant référence à l'article L. 233-16 du Code de commerce.
19. Comme en témoigne le rapport *Doing Business* de la Banque mondiale pour 2013, qui classe la France au 82^e rang pour la protection des investisseurs au regard des transactions significatives conclues par une société.
20. Bien que les obligations assignées en 2003 aux gestionnaires d'actifs pour compte de tiers (devoir de vote aux assemblées générales, selon un principe « appliquer ou expliquer », et publication d'une politique de vote) aient sensiblement contribué à renforcer l'implication et la responsabilisation d'une part importante de l'actionnariat.
21. À mesure que le contre-pouvoir actionnarial se construit et se manifeste, il apparaît plus efficace de désamorcer en amont les conflits et les malentendus d'assemblée générale par l'établissement d'un dialogue proactif, de nature à permettre tant une meilleure pédagogie sur les particularismes de gouvernance de la société qu'une plus grande prise en compte des aspirations des actionnaires.
22. Par exemple, les sociétés du compartiment A d'Euronext, c'est-à-dire dont la capitalisation est supérieure à 1 Md€.
23. Tel que les dirigeants mandataires sociaux au sens de l'article L. 225-185 du Code de commerce.
24. Dans une recommandation n° 2012-05 publiée le 2 juillet 2012.