

LA RÉFORME DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE PAR L'UNION EUROPÉENNE

PIERRE-HENRI CONAC*

La crise financière de 2007, comme celle de 2001, a conduit à une remise en cause de l'efficacité du gouvernement d'entreprise (*corporate governance*). Cette évolution se traduit de manière spectaculaire dans les propositions de réformes au niveau européen. En effet, l'état d'esprit du législateur européen, ainsi que dans de nombreux États membres, en matière de gouvernance d'entreprise a changé.

L'accent est désormais mis sur un plus grand contrôle par les actionnaires des dirigeants. En limitant les pouvoirs des conseils d'administration, le législateur européen espère ainsi limiter les abus que ces derniers n'ont pas su éviter. Dans le même temps, il cherche à favoriser la viabilité des entreprises sur le long terme et une meilleure prise en compte de la responsabilité sociale d'entreprise (*corporate social responsibility*). Cette approche n'est cependant pas entièrement dénuée de risques car il est aussi reproché aux investisseurs institutionnels d'avoir encouragé un trop grand recours à l'effet de levier dans le secteur bancaire.

Traditionnellement, l'action de l'Union européenne en matière de gouvernement d'entreprise était limitée, notamment en application du principe de subsidiarité. Ainsi, avant la crise financière, l'action du législateur européen a été très réduite. Un premier texte est la directive 2006/43/CE sur les comptes annuels qui a imposé l'existence d'un comité d'audit dans les sociétés cotées¹. De même, il a imposé que les sociétés cotées indiquent quel code de gouvernement d'entreprise elles appliquent. La directive sur les droits des actionnaires du 11 juillet 2007 a aussi conduit à des améliorations, mais l'accord s'est fait sur la base d'un minimum commun². Enfin, la Commission européenne a adopté en 2004 et 2005 deux recommandations, l'une sur la rémunération des administrateurs de sociétés cotées³ et l'autre sur les administrateurs indépendants⁴.

* Professeur de droit commercial, université du Luxembourg.

Toutefois, une adaptation importante du cadre du gouvernement d'entreprise au niveau de l'Union européenne est engagée depuis 2012. Si certaines propositions ont été publiées, la plupart des propositions de directives ou de modifications des directives doivent encore être présentées par la Commission européenne. Néanmoins, le cadre général est connu ou peut être anticipé en raison des textes préparatoires qui ont déjà été publiés.

Les textes principaux sont le Livre vert sur « Le gouvernement d'entreprise dans le secteur financier et les politiques de rémunération » (2 juin 2010), le Livre vert sur « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE » (5 avril 2011), le « Rapport du groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés » (5 avril 2011) et le « Plan d'action : droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise » (12 décembre 2012). Par ailleurs, la Commission européenne a publié le 14 novembre 2012 une proposition relative à un meilleur équilibre hommes/femmes parmi les administrateurs non exécutifs des sociétés cotées en Bourse⁵. Enfin, elle a publié le 25 mars 2013 un Livre vert consacré au financement à long terme de l'économie européenne.

Le texte principal en droit des sociétés constitue le Plan d'action sur le droit européen des sociétés et la gouvernance d'entreprise (Plan d'action) du 12 décembre 2012. D'une part, le législateur européen souhaite renforcer le contrôle des actionnaires sur les dirigeants (première partie). D'autre part, il cherche à inciter les sociétés à adopter une vision de long terme (deuxième partie).

LE RENFORCEMENT DU CONTRÔLE DES ACTIONNAIRES SUR LES DIRIGEANTS

Le renforcement du contrôle des actionnaires sur les dirigeants constitue la conséquence de la perception de l'échec des conseils d'administration, sur lesquels pèse l'obligation de veiller à la bonne gouvernance des sociétés cotées, à remplir cette mission de manière satisfaisante. Pour renforcer ce contrôle, la Commission européenne propose un renforcement de la transparence ainsi qu'un renforcement des pouvoirs de contrôle des actionnaires. Pour autant, les mesures proposées sont moins étendues que celles qui avaient été envisagées par le Livre vert sur « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE ». L'intervention du législateur européen dans l'organisation de la structure des sociétés cotées restera donc limitée, à quelques exceptions près.

Le renforcement de l'information des actionnaires

Le renforcement de la transparence se manifeste par une plus grande exigence

en matière d'application des codes de gouvernement d'entreprise et par la création de nouvelles obligations d'information.

Le renforcement de la règle « se conformer ou s'expliquer » (*comply or explain*)

De nombreuses règles de gouvernement d'entreprise sont contenues dans des codes privés. Ces codes n'ont pas de valeur contraignante, mais les sociétés cotées doivent expliquer dans leurs rapports annuels si et pourquoi elles s'en écartent. Parfois, l'application de ces codes n'est pas considérée comme fidèle. Plus souvent encore, la qualité des explications fournies par les sociétés, lorsqu'elles s'en écartent, est considérée comme insuffisante. De ce fait, comme le note la Commission européenne dans son Plan d'action, une grande majorité des réponses au Livre vert de 2011 était favorable à ce qu'il soit imposé aux entreprises de mieux expliquer les raisons pour lesquelles elles s'écartent des recommandations contenues dans les codes.

Cette faiblesse dans le respect de l'esprit des codes en réduit l'intérêt. Or il n'est pas possible pour un investisseur d'agir civilement en justice en cas d'explication défailante car s'il y a faute, il est difficile d'établir un préjudice et encore moins un lien de causalité. Un régulateur national, qui n'est d'ailleurs pas toujours compétent en ce domaine, pourrait éventuellement prendre des sanctions, mais ce n'est pas la pratique dans la plupart des États membres. En France, l'AMF (Autorité des marchés financiers) se contentait généralement d'évoquer dans son rapport annuel les insuffisances de certaines sociétés cotées et sa volonté d'agir pour une amélioration. Toutefois, depuis 2012, suivant en cela l'exemple du Financial Reporting Council (FRC) au Royaume-Uni, elle indique dans son rapport les noms des sociétés défailtantes lorsque la qualité des explications est jugée insuffisante. C'est la technique de la mise au pilori (*naming and shaming*) qui n'est pas sans efficacité.

Le Plan d'action prévoit donc que la Commission européenne prendra en 2013 une initiative, sous forme éventuellement d'une recommandation, visant à améliorer la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise et, en particulier, la qualité des explications à fournir par les entreprises qui s'écartent des codes en la matière.

La Commission européenne devrait agir par voie d'une recommandation ou d'une modification de la directive comptable. Il pourrait s'agir d'inciter les autorités nationales à exercer un meilleur contrôle. Une grande souplesse s'impose cependant dans ce domaine où les traditions diffèrent.

L'accroissement des obligations d'information

Le Plan d'action prévoit aussi un renforcement des obligations d'information.

Tout d'abord, la Commission européenne proposera en 2013 une initiative, éventuellement sous la forme d'une modification de la directive sur les droits des actionnaires de 2007, afin d'améliorer la transparence des politiques de rémunération et des rémunérations individuelles des administrateurs. En ce qui concerne la transparence des rémunérations individuelles, elle est déjà prévue dans de nombreux États membres, y compris la France depuis la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) de 2001. Une recommandation de 2009, qui avait complété celle de 2004, avait aussi prévu un renforcement du contenu du rapport et notamment une explication du choix des critères de performance et des méthodes appliquées pour déterminer s'ils ont été remplis. Ces éléments devraient se retrouver dans la réforme de la directive de 2007.

Par ailleurs, dans le secteur bancaire, la directive 2010/76/UE du 24 novembre 2010 avait aussi renforcé de manière significative la transparence des rémunérations et des critères d'attribution pour les catégories du personnel dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque de la banque⁶.

Enfin, le Plan d'action prévoit une plus grande transparence de la politique appliquée en matière de diversification, c'est-à-dire de présence des femmes, au sein du conseil d'administration. Il s'agit d'une règle complémentaire de la proposition de directive du 14 novembre 2012 sur les quotas de femmes au sein des conseils d'administration.

Le renforcement des pouvoirs des actionnaires

Le Plan d'action prévoit deux mesures qui affectent les pouvoirs des actionnaires et constituent une intervention dans un domaine laissé auparavant aux législateurs des États membres. Les États-Unis ont connu une évolution similaire avec la loi Sarbanes-Oxley de 2002 qui avait significativement renforcé la dimension fédérale du droit des sociétés cotées. Un droit européen substantiel des sociétés cotées est donc en train de naître.

La première mesure concerne l'octroi d'un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants. La seconde mesure a trait à un renforcement du contrôle des conventions entre parties liées, c'est-à-dire, selon la terminologie employée en France, des conventions réglementées.

Le contrôle de la rémunération (*say on pay*)

La question des rémunérations considérées comme excessives des administrateurs de sociétés cotées et surtout des dirigeants constitue une source de contestation régulière entre les actionnaires institutionnels ou particuliers et les sociétés. En France, le législateur a, depuis la loi NRE de 2001, progressivement cherché à rendre plus difficile l'octroi des rémunérations excessives. Depuis 2001,

il a encadré de manière substantielle l'octroi des rémunérations, quelle qu'en soit la nature (salaire, parachute doré, *golden hello*...). Un projet de loi introduisant un droit de vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants est actuellement envisagé⁷.

La France n'est pas isolée dans cette démarche. En effet, au Royaume-Uni, le législateur a imposé en 2003 une plus grande transparence sur la politique de rémunération, qui doit être présentée dans un rapport spécifique (*directors' remuneration report* – DRR), et sur la rémunération individuelle totale (fixe et variable) de chaque administrateur. La loi a aussi imposé un vote des actionnaires sur la politique de rémunération des administrateurs au titre de l'exercice précédent et de celui en cours⁸. Le vote n'était pas contraignant. Bien qu'un vote négatif, ou avec une forte minorité contraire, ait parfois conduit à la démission des dirigeants concernés (Aviva, AstraZeneca, Trinity Mirror), l'efficacité de ce mécanisme est restée limitée pour mettre fin aux rémunérations abusives. Aussi, après la publication d'un rapport par une commission indépendante à la fin de 2011 (High Pay Commission, 2011), le gouvernement britannique a introduit en 2012 une loi (*Enterprise and Regulatory Reform Bill*) rendant le vote des actionnaires contraignant.

En Allemagne, la loi autorise les statuts à prévoir un vote non contraignant sur la politique de rémunération sur l'exercice précédent pour les membres du directoire (2009)⁹. Enfin, en Suisse, l'approbation, à une très forte majorité, de l'initiative référendaire Minder¹⁰ en mars 2013 impose une modification de la Constitution helvétique et oblige le législateur à soumettre au vote des actionnaires la somme globale des rémunérations (argent et valeur des prestations en nature) du conseil d'administration, de la direction et du comité consultatif. De plus, l'initiative prévoit l'interdiction de toutes les autres rémunérations (indemnités de départ, rémunérations anticipées, primes pour des achats ou des ventes d'entreprises).

Ce mouvement touche également les États-Unis. En effet, la loi Dodd-Frank de 2011 a introduit pour les sociétés cotées un vote non contraignant, au moins tous les trois ans, sur la rémunération du directeur général (*chief executive officer*), les autres dirigeants (*executive officers*), le directeur financier et les trois dirigeants les mieux payés¹¹.

Le Plan d'action de 2012 prévoit que la Commission européenne proposera en 2013 une initiative, éventuellement sous la forme d'une modification de la directive sur les droits des actionnaires, afin d'accorder aux actionnaires le droit de vote sur la politique de rémunération et le rapport concernant les rémunérations. Cette proposition est vague, mais il est probable que la Commission s'inspirera de l'approche britannique.

Le contrôle des conventions réglementées

Le Plan d'action prévoit également que la Commission européenne proposera

en 2013 une initiative visant à renforcer le contrôle des actionnaires sur les transactions avec des parties liées, éventuellement sous la forme d'une modification de la directive sur les droits des actionnaires. Cette proposition constitue également une manifestation de l'intervention nouvelle du législateur européen dans la structure des sociétés cotées.

Les conventions réglementées sont soumises à une obligation de transparence en application des directives comptables et de la directive sur la transparence de 2004. En revanche, le régime de l'autorisation et de l'approbation éventuelle de ces conventions relève exclusivement de la législation des États membres. L'intervention de la Commission européenne constitue donc une nouveauté dont la portée n'est pas négligeable.

Cette évolution s'explique toutefois, comme en matière de vote sur les rémunérations, par un contexte favorable. Tout d'abord, la Commission européenne s'est appuyée sur un rapport de 2011 du Forum européen du gouvernement d'entreprise (European Corporate Governance Forum – ECGF), un groupe d'experts auprès de la Commission, préconisant l'instauration de principes communs au niveau européen. Ensuite, le Livre vert préconisait également un renforcement de la protection contre ces transactions. Or cette suggestion a reçu un soutien très important des personnes consultées. De plus, la question de la protection des actionnaires contre le détournement des actifs au profit des dirigeants ou des actionnaires majoritaires (*tunneling*) fait l'objet d'un intérêt accru des organisations internationales économiques et financières. En effet, dans le contexte des rapports *Doing Business*, un lien est fait entre les détournements d'actifs dans les sociétés cotées et le développement économique. Ainsi, l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) a publié en 2012 un rapport sur les conventions réglementées et la protection des actionnaires minoritaires couvrant cinq juridictions de tradition de droit civil et de *common law* et situées dans des pays développés et en développement (Belgique, France, Inde, Israël et Italie) (Conac, 2012).

Dans la mesure où la Commission européenne a été influencée par le rapport de 2011 de l'ECGF, il est possible qu'elle s'en inspire. L'ECGF propose que les transactions comprises entre 1 % et 5 % des actifs soient évaluées par un conseiller indépendant et que les transactions qui dépassent 5 % des actifs soient approuvées par les actionnaires. Ce régime est proche de celui mis en place en Italie qui pourrait donc servir de modèle¹².

Le législateur européen envisage donc de renforcer le contrôle des actionnaires sur les dirigeants par une plus grande transparence, mais aussi par une modification de ses pouvoirs. Toutefois, en renforçant le pouvoir des actionnaires, il poursuit aussi un deuxième objectif qui est d'inciter les entreprises à promouvoir une vision de long terme.

L'ENCOURAGEMENT DES SOCIÉTÉS À ADOPTER UNE VISION DE LONG TERME

L'idée principale du Plan d'action est que le renforcement du contrôle par les actionnaires devrait conduire les sociétés cotées à privilégier des politiques de long terme. Le lien entre implication des actionnaires et vision de long terme n'est pas certain. Toutefois, le renforcement d'un actionnariat détenant ses titres sur le long terme devrait avoir un effet de prudence sur leur volonté de prendre des risques.

Pour cela, le Plan d'action incite les actionnaires à adopter une vision de long terme. Dans certains domaines, le législateur européen envisage même une approche contraignante.

L'incitation des actionnaires à adopter une vision de long terme

Le Plan d'action incite les actionnaires à exercer leurs droits de vote et entend favoriser le dialogue entre et avec les actionnaires. Il n'aborde pas certaines propositions du rapport de 2011 du Groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés. Celui-ci suggère d'obliger les États membres à permettre aux sociétés cotées qui le souhaiteraient d'accorder des droits de vote double ou un dividende majoré. Ces propositions figurent toutefois dans le Livre vert de mars 2013 sur le financement à long terme de l'économie européenne.

Le renforcement de l'actionnariat salarié qu'envisage la Commission européenne s'inscrit aussi dans cette tendance car les salariés détiennent généralement leurs titres sur une longue période. Toutefois, l'argument selon lequel la codétermination allemande (*Mitbestimmung*), ou plus généralement l'association des salariés à la gestion des sociétés, expliquerait les performances économiques allemandes n'est, à notre sens, ni prouvé, ni convaincant.

L'incitation des actionnaires à exercer leurs droits de vote

Le renforcement des pouvoirs des actionnaires ne devrait pas produire d'effet si ceux-ci n'exercent pas leurs droits de vote. En conséquence, la Commission européenne souhaiterait transformer les investisseurs institutionnels en investisseurs actifs, une tâche difficile.

Tout d'abord, le Plan d'action prévoit que la Commission européenne engagera une initiative en 2013, éventuellement dans le cadre de la révision de la directive de 2007, afin d'imposer la transparence des votes et des politiques des investisseurs institutionnels. Il n'envisage pas un devoir de voter, mais une transparence

accrue des votes. La frontière est toutefois assez fine en pratique, comme le montre l'exemple français.

Une telle incitation à voter existe parfois dans les États membres. Ainsi, en France, la loi sur la sécurité financière du 1^{er} août 2003 a instauré une obligation de transparence sur l'exercice de leur vote à la charge des gestionnaires d'OPCVM. De même, au Royaume-Uni, le FRC a publié en 2011 un code de bonnes pratiques (*Stewardship Code*) pour les investisseurs institutionnels qui est soumis au principe *comply or explain*. Le code britannique prévoit que les investisseurs institutionnels devraient voter et rendre public leurs votes.

Dans la mesure où le droit de vote sera davantage exercé, les investisseurs feront davantage appel aux services d'agences de conseil en vote. Or il existe la crainte que le droit de vote soit en pratique transféré aux agences de conseil en vote qui peuvent être sujettes à des conflits d'intérêts et à des critiques sur leur compétence. Aussi, la Commission européenne a indiqué qu'elle réfléchira en 2013 à une initiative pour améliorer les règles applicables à ces agences en matière de transparence et de conflits d'intérêts. En fait, elle devrait s'appuyer sur le travail de l'ESMA (European Securities and Markets Authority) qui a publié en 2012 un document de réflexion sur le sujet. L'ESMA a ensuite décidé de demander aux agences d'élaborer un code de bonne conduite sous la menace sinon d'adopter elle-même des orientations (Conac et Urbain-Parleani, 2013). Il est donc probable et d'ailleurs préférable qu'aucune modification législative ne soit imposée.

Le renforcement du dialogue entre et avec les actionnaires

Dans le même temps, le Plan d'action cherche à faciliter la concertation entre actionnaires. Cette action passe par l'élimination de certains obstacles juridiques.

En effet, dans certains États membres, la notion d'action de concert peut être utilisée pour considérer que des discussions entre actionnaires constituent une telle action. Or les conséquences d'une telle qualification peuvent être très lourdes en termes de déclaration de franchissement de seuil ou de lancement d'une offre publique. La France a fourni plusieurs exemples des risques juridiques et financiers considérables liés à une interprétation extensive de la notion d'action de concert comme dans l'affaire Eiffage¹³.

Aussi, le Plan d'action indique qu'en 2013, la Commission européenne travaillera en étroite collaboration avec les autorités nationales compétentes et l'ESMA à l'élaboration d'orientations pour renforcer la sécurité juridique en ce qui concerne l'articulation entre la coopération des investisseurs sur les questions de gouvernance d'entreprise et les dispositions relatives à l'action de concert. Toutefois, les orientations de l'ESMA ne peuvent pas s'imposer aux juges nationaux devant lesquels d'éventuelles contestations seront portées. En cas

d'échec de cette approche, il faudrait alors prévoir une disposition protectrice (*safe harbour*) dans le cadre de la révision de la directive sur la transparence.

Afin de renforcer le dialogue avec les actionnaires et les inciter à adopter une vision de long terme, il est également nécessaire de pouvoir les identifier. Des mécanismes d'identification des actionnaires existent dans plusieurs États membres, dont la France depuis 1987. Toutefois, l'efficacité de ces systèmes s'arrête invariablement aux frontières nationales. C'est pourquoi le Livre vert de 2011 avait posé la question de l'utilité d'un mécanisme européen. Sans surprise, une nette majorité de réponses s'était déclarée favorable à un tel mécanisme. La Commission européenne a donc indiqué qu'elle proposera en 2013 une initiative en ce sens dans le cadre de son programme de travail législatif sur le droit des valeurs mobilières (*Securities Law Legislation*).

Enfin, le rapport du Groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés proposait d'aménager les règles relatives aux communications d'initiés. Cette proposition n'a pas été reprise, ni dans le Plan d'action, ni dans le Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne.

L'incitation pour les dirigeants à adopter une vision de long terme

Le législateur européen souhaite inciter les dirigeants à adopter une vision de long terme. Le renforcement de la transparence sur les politiques de rémunération participe de cette approche. Toutefois, la transparence serait étendue à d'autres domaines et le législateur européen envisage l'application de plafonds en matière de rémunérations.

Le renforcement de la transparence

En matière de prise de risque, le Plan d'action indique que la Commission européenne renforcera les obligations déclaratives concernant la politique de diversification et de gestion des risques non financiers, au moyen d'une modification de la directive comptable. Il s'agit de permettre aux actionnaires de mieux apprécier les risques pris par les sociétés cotées afin de les réduire le cas échéant. En effet, la crise financière a montré que les conseils d'administration de grands établissements financiers n'avaient pas toujours une conscience très claire des risques qu'ils prenaient. La même expérience s'est produite dans le secteur non financier. Une plus grande transparence sur les risques devrait conduire les sociétés cotées à mieux les identifier et à les prendre en compte.

Le rapport du Groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés de 2011 avait également suggéré d'amender la directive comptable afin que les conseils d'administration décrivent dans le rapport de gouvernement d'entreprise, dans un langage compréhensible, les fonctions de gestion du risque ainsi que les politiques, structures et procédures en la matière.

L'application de plafonds et de critères en matière de rémunérations

Dans certains cas, la Commission européenne entend contraindre les sociétés cotées à prendre en compte le long terme. En ce qui concerne les politiques de rémunération dans le secteur financier, basées sur des rendements à court terme sans prise en compte des risques correspondants ayant contribué à la crise financière, la Commission souhaite les plafonner. Ainsi, la future directive CRD4 (*Capital Requirements Directive*) devrait prévoir, sous l'influence du Parlement européen, un plafonnement des rémunérations variables à une fois le montant de la rémunération fixe et jusqu'à deux fois en cas de vote favorable des actionnaires.

Dans le cas des sociétés cotées, la Commission européenne n'envisage pas de mesures aussi radicales. Elle a simplement modifié en 2009 sa recommandation de 2004 en ce qui concerne la rémunération des administrateurs des sociétés cotées¹⁴. Toutefois, les dispositions qui s'y trouvent pourraient figurer dans la réforme envisagée du *say on pay*.

La crise financière a conduit à un changement de cap du droit européen des sociétés.

Tout d'abord, le législateur européen envisage une réglementation substantielle plus étendue, même si elle reste relativement limitée par rapport au droit national, des sociétés cotées et non plus seulement un renforcement des obligations d'information.

Ensuite, la Commission européenne souhaite promouvoir une vision à long terme des entreprises. Pour cela, elle souhaite renforcer les obligations d'information, mais aussi les pouvoirs de contrôle des actionnaires, en prenant pour principe que le renforcement de ce dernier devrait conduire les sociétés à privilégier des politiques de long terme. L'accent est mis par la Commission sur les rémunérations, accusées d'avoir incité les dirigeants à adopter des visions à court terme. En définitive, la Commission fait donc un pari sur la raison, mais aussi sur le mécontentement des actionnaires qui ont souvent davantage souffert que les dirigeants des risques pris par ces derniers. Il faut souhaiter que ce pari réussisse.

NOTES

1. Art. 41 de la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil européen du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés, JOUE, L. 157/87, 9 juin 2006.

2. 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, JOUE, L. 184/17, 14 juillet 2007.

3. Recommandation de la Commission européenne du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE – Espace économique européen), JOUE, L. 385/55, 29 décembre 2004.
4. Recommandation de la Commission européenne du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, JOUE, L. 52/51, 25 février 2005.
5. Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil européen relative à un meilleur équilibre hommes/femmes parmi les administrateurs non exécutifs des sociétés cotées en Bourse et à des mesures connexes, Bruxelles, 14 novembre 2012, COM(2012) 614 final.
6. Directive 2010/76/UE du Parlement européen et du Conseil européen du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retraitisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, JOUE L. 329/3, 14 décembre 2010.
7. Voir le ministère de l'économie et des finances, consultation sur la rémunération des dirigeants d'entreprises, 8 août 2012. Disponible sur le site : www.tresor.economie.gouv.fr/File/373796.
8. Section 439 *Quoted Companies: Members' Approval of Directors' Remuneration Report* du *Companies Act*.
9. Art. § 120 Abs. 4 AktG, issu de la loi sur l'adéquation de la rémunération du directoire (*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*) (VorstAG), BGBl. I, 2009, S. 2509.
10. Voir l'initiative « contre les rémunérations abusives », disponible sur le site : www.remunerationsabusives.ch.
11. Section 951 du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Pub. L. 111-203, HR 4173), qui amende le *Securities Exchange Act* de 1934 en y ajoutant une section 14A.
12. Pour une présentation générale du régime italien, voir Conac (2012, p. 467).
13. Voir Cour de cassation (com.), 15 mai 2012, F-D, n° 11-11.633, « S^{te} Sacyr Vallehermoso c/Autorité des marchés financiers », *Revue des sociétés*, 2012, p. 509, note Hervé Le Nabasque.
14. Recommandation de la Commission européenne du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, JOUE L. 120/28, 15 mai 2009.

BIBLIOGRAPHIE

- CONAC P.-H. (2012), « Chronique de droit des marchés financiers », *Revue sociétés*, Dalloz, p. 466.
- CONAC P.-H. et URBAIN-PARLEANI I. (2013), *L'encadrement de l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)*, L'harmattan.
- HIGH PAY COMMISSION (2011), *Cheques with Balances: Why Tackling High Pay Is in the National Interest*, rapport final, novembre. Disponible sur le site : http://highpaycentre.org/img/Cheques_with_Balances.pdf.

