

Etude comparée : les codes de
gouvernement d'entreprise dans
10 pays européens

TABLE DES MATIERES

SYNTHESE	3
1. INTRODUCTION	7
2. METHODOLOGIE ET OBJECTIFS DE L'ETUDE	9
2.1 Une étude pan-européenne.....	9
2.1 Les objectifs de l'étude.....	9
2.2 La méthodologie.....	9
3. GENERALITES : LE MODE OPERATOIRE DES CODES	11
3.1 La rédaction et le positionnement des codes.....	11
3.1.1 Les rédacteurs actuels des codes.....	11
3.1.2 L'articulation des codes avec les autres textes en vigueur.....	14
3.1.3 Des codes en évolution.....	15
3.2 Portée et champ d'application des codes de gouvernement d'entreprise.....	16
3.2.1 Le caractère obligatoire ou facultatif des codes.....	16
3.2.2 Le champ d'application des codes.....	18
3.2.3 La structure des codes.....	19
3.3 Le contrôle de l'application des codes.....	21
3.3.1 L'élaboration des rapports relatifs à l'application des codes.....	21
3.3.2 L'échantillon et la méthodologie des rapports.....	22
3.3.3 La forme et la structure des rapports.....	24
3.3.4 L'appréciation de la règle « appliquer ou expliquer ».....	25
3.3.5 Les prescriptions des auteurs des rapports.....	26
4. THEMES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS	27
4.1 La séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil.....	27
4.1.1 Le cadre européen.....	27
4.1.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise.....	28
4.2 L'administrateur référent.....	30
4.2.1 Le cadre européen.....	30
4.2.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise.....	30
4.3 L'indépendance des membres du conseil (dont le président).....	31
4.3.1 Le cadre européen.....	31
4.3.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise.....	32
4.4 La mixité du conseil.....	34
4.4.1 Le cadre européen.....	34
4.4.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise.....	34
4.5 L'évaluation du conseil.....	37
4.5.1 Le cadre européen.....	37
4.5.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise.....	37
4.6 Les critères d'octroi de la rémunération variable des dirigeants.....	38
4.6.1 Le cadre européen.....	38
4.6.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise.....	39
4.7 Le plafond des indemnités de départ.....	41
4.7.1 Le cadre européen.....	41
4.7.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise.....	41

Synthèse

Afin d'identifier les meilleures pratiques en Europe et d'alimenter ses réflexions sur le gouvernement d'entreprise, l'AMF a étudié et comparé le code AFEP-MEDEF avec 9 codes de pays européens : l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède.

La présente étude s'attache (i) à étudier le « mode opératoire » des codes et le contrôle de leur application et (ii) à comparer les dispositions des codes avec celles du code français sur plusieurs thèmes de gouvernement d'entreprise et de rémunération des dirigeants, que sont la séparation des fonctions de dirigeants et de président du conseil, la fonction d'administrateur référent, l'indépendance des membres du conseil, la mixité du conseil, les critères liés à l'octroi de la rémunération variable et le plafonnement de l'indemnité de départ.

L'AMF rappelle que les codes de gouvernement d'entreprise ne constituent pas des règles isolées, et qu'il convient de lire les constats de son étude à la lumière du dispositif normatif dans lequel les codes s'insèrent.

Le mode opératoire des codes et le contrôle de leur application

Le processus d'élaboration et de modification des codes de gouvernement d'entreprise

S'agissant de l'élaboration des codes, il apparaît que la France est le seul pays européen de l'échantillon où la rédaction du code de gouvernement d'entreprise est assurée par des associations représentant les émetteurs. Dans trois pays, dont la France, les investisseurs et leurs représentants ne sont pas directement parties prenantes à la rédaction du code, bien qu'ils puissent être consultés.

Le rythme de révision du code est très hétérogène en Europe ; celui du code AFEP-MEDEF se situe dans la fourchette haute de la moyenne européenne.

Par ailleurs, dans la majorité des pays étudiés, les modifications du code sont soumises à une consultation publique préalable sur le site internet de l'entité en charge de la rédaction du code, ce qui n'est pas le cas pour le code AFEP-MEDEF.

L'application du code

Dans trois pays – la France, l'Espagne et l'Italie – l'application du code est qualifiée de volontaire, selon des dispositions proches mais sans être équivalentes. Dans les autres pays de l'étude, l'application du code de gouvernement d'entreprise est rendue obligatoire par les règles de marché ou la loi.

Concernant les aménagements faits pour les valeurs moyennes et petites, il apparaît que les codes britannique et italien ont prévu l'application de certaines recommandations uniquement pour les plus grandes sociétés, et que la France et le Royaume-Uni sont les seuls pays européens à avoir développé un code de gouvernement d'entreprise spécifique pour les valeurs moyennes et petites.

La structure du code

Contrairement à la majorité des pays européens, le code AFEP-MEDEF est construit autour d'un seul type de règles – des recommandations – qui ont toutes la même portée.

Les rapports sur l'application du code de gouvernement d'entreprise

L'AMF relève que dans 5 pays de l'échantillon (Belgique, France, Espagne, Italie et Royaume-Uni), un rapport sur l'application des codes de gouvernance est rédigé par une autorité de régulation. A l'instar de la Belgique et de l'Italie, un second rapport est réalisé en France par une entité privée, en l'occurrence le Haut comité de gouvernement d'entreprise (HCGE).

Le contenu des rapports

Dans plus d'un tiers des rapports étudiés, les constats sont exclusivement statistiques. Toutefois, 8 rapports s'attachent à apprécier de manière plus qualitative le respect du principe « appliquer ou expliquer ». C'est le cas notamment de l'AMF qui relève des exemples (le cas échéant nominatifs) de bonnes et mauvaises explications pour déroger à une recommandation du code. L'AMF a également relevé que plusieurs rapports utilisaient une classification des explications pour analyser leur qualité.

Le « name and shame »

Sur les 15 rapports étudiés dans 10 pays européens, seul le rapport de l'AMF sur l'application du code de gouvernement d'entreprise, et dans une moindre mesure le rapport de l'entreprise de marché de Finlande, mentionnent nommément les sociétés qui ne respectent pas les règles de gouvernance (« name and shame »).

L'échantillon étudié

L'échantillon de l'AMF semble relativement restreint en comparaison des rapports établis en Allemagne, en Belgique, en Espagne, en Italie ou au Royaume-Uni. Cette différence peut s'expliquer d'une part, par la méthodologie utilisée puisque l'AMF analyse les informations à l'aide d'une grille d'analyse élaborée par ses services, contrairement aux autres entités, et d'autre part, il convient de rappeler que l'AMF publie certaines années un second rapport relatif aux valeurs moyennes et petites, alors que les études publiées dans les autres pays ne ciblent pas spécifiquement ce type d'entreprises. Enfin, dans certains pays, l'étude ne concerne pas le dernier exercice comptable des sociétés, mais un exercice antérieur à celui-ci.

La volumétrie

En comparaison avec les autres rapports (en moyenne 67 pages), le rapport publié par l'AMF est l'un des plus volumineux avec plus de 150 pages (en 2015).

Les préconisations

L'AMF (France) et la FSMA (Belgique) sont les seules autorités publiques qui ont émis dans leur dernier rapport des recommandations à l'égard des émetteurs sur le respect des dispositions du code visé.

Thèmes de gouvernement d'entreprise et de rémunération des dirigeants

La dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général

La pratique de la dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général est intrinsèquement liée aux modèles de gouvernance, au droit des sociétés et aux particularités nationales. Depuis la crise financière, la littérature et les codes de bonnes pratiques tendent toutefois à considérer que la concentration des pouvoirs amplifie les conflits d'intérêts.

Dès lors, dans les pays où l'unification des fonctions est possible, à savoir l'Italie, l'Espagne et la France, les codes évoquent la nomination d'un administrateur référent. A la différence du code espagnol ou italien, le code AFEP-MEDEF et son guide d'application ne présentent toutefois pas explicitement la nomination d'un administrateur référent comme un contre-pouvoir à la présence d'un président-directeur général.

L'administrateur référent

Le code AFEP-MEDEF fait exception en Europe en ne recommandant pas que l'administrateur référent soit choisi parmi les membres du conseil indépendants, et en ne définissant pas les missions dont il peut être investi.

L'indépendance des membres du conseil

Les critères d'indépendance sont généralement inscrits dans les codes de gouvernance et relèvent du principe « appliquer ou expliquer », à l'exception de l'Espagne et de la Belgique, où ces critères sont inscrits dans la loi, et donc obligatoires.

L'AMF relève que la définition de l'indépendance varie sensiblement entre les différents pays européens. Si de nombreux codes s'appuient sur les critères d'indépendance définis à l'Annexe II de la recommandation de la Commission européenne, les rédacteurs des codes ont également pris en compte les particularités locales et ont rajouté et/ou ôté certains critères.

Tous les pays de l'échantillon autorisent le président du conseil à être qualifié d'indépendant. L'étude de l'indépendance du président du conseil fait toutefois ressortir que le code AFEP-MEDEF devrait clarifier la situation du président du conseil d'administration, en distinguant, le cas échéant, s'il est ou non membre exécutif, au regard des fonctions qui lui sont effectivement attribuées.

La mixité des conseils

Le système de quotas imposé par voie législative est majoritaire au sein des pays de l'échantillon et est plus largement respecté, notamment lorsque des sanctions y sont associées.

La France est la meilleure élève au sein de l'UE en ce qui concerne la représentation des femmes au sein des conseils de sociétés, avec une moyenne de 32,4 % en 2014 selon une étude de la Commission européenne basée sur un échantillon de grandes sociétés¹. La loi a notamment repris les objectifs qui avaient été fixés antérieurement par le code AFEP-MEDEF.

L'évaluation du conseil

Les codes européens disposent de règles homogènes s'agissant de l'évaluation du conseil.

Les critères liés à l'octroi de la rémunération variable

Si tous les codes conditionnent l'octroi de la rémunération variable à des critères de performance, seuls 4 codes, dont le code AFEP-MEDEF, recommandent aux sociétés de prendre en compte des critères non financiers.

S'agissant des critères quantitatifs, 2 codes (France et Espagne) précisent que le cours de bourse ou l'évolution générale des marchés ou du secteur d'activité ne peuvent pas constituer le seul critère de performance.

Par ailleurs, 5 codes (Allemagne, Espagne, Italie, Luxembourg et Royaume-Uni) indiquent que les critères de performance doivent prendre en considération les procédures de contrôle interne et de gestion des risques définies par le conseil, ce qui n'est pas le cas dans le code AFEP-MEDEF.

Enfin, comme recommandé par la Commission européenne, 5 codes (Espagne, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède) demandent que des clauses de restitution de la rémunération variable des dirigeants (« claw back ») soient mises en place, ce qui n'est pas le cas du code AFEP-MEDEF.

Le plafond d'indemnités de départ des dirigeants

Il convient de lire ces règles à la lumière des dispositions relatives à la situation juridique des dirigeants, notamment de l'existence (ou non) de contrats de travail. Au regard des dispositions sur le plafond de l'indemnité de départ des dirigeants prévues par la recommandation de la Commission européenne de 2009 (suivie par la Finlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Suède), il apparaît que le code AFEP-MEDEF fixe un plafond pour les indemnités de départ moins contraignant. Toutefois, le code AFEP-MEDEF recommande, lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la société ou à une société du groupe, soit par rupture conventionnelle, soit par démission².

¹ http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/annual_reports/150304_annual_report_2014_web_en.pdf (page 20).

² 10 sociétés de l'échantillon, dont 6 du CAC 40, indiquent avoir un dirigeant qui cumule mandat social et contrat de travail (Rapport de l'AMF de 2014 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants).

Par ailleurs, contrairement aux codes allemand et belge, le code français n'apporte pas de précision sur les modalités de calcul des deux années de rémunération.

Dans son rapport annuel, l'AMF s'était déjà posé la question de l'efficacité des règles du code AFEP-MEDEF relatives aux indemnités de départ. L'AMF a engagé l'AFEP et le MEDEF à mener une réflexion d'ensemble sur les sommes et avantages qui peuvent être versés aux dirigeants à l'occasion de leur départ.

1. INTRODUCTION

Depuis les années 1990, la multiplication de codes en Europe illustre l'importance du droit souple (« *soft law* ») en matière de gouvernement d'entreprise.

Adoptés sous l'impulsion des pouvoirs publics, des entreprises de marché et/ou des associations représentant les émetteurs, les codes de gouvernement d'entreprise sont le reflet des spécificités des différents droits nationaux et des pratiques des entreprises, qui sont le produit de l'histoire et des traditions juridiques et culturelles propres à chaque pays.

La Commission européenne³ considère qu'il est important d'encourager la coordination et la convergence des codes nationaux sur un certain nombre de principes permettant de garantir une information harmonisée des investisseurs⁴. En ce sens, la directive européenne 2006/46/CE⁵ a encouragé l'application des codes⁶ en prévoyant que les sociétés cotées⁷ doivent préciser dans leur déclaration sur le gouvernement d'entreprise à quel code elles se réfèrent, et doivent rendre compte de son application selon le principe « appliquer ou expliquer » (« *comply or explain* »). Afin d'améliorer la qualité des explications fournies par les sociétés lorsqu'elles dérogent aux codes de gouvernement d'entreprise, la Commission européenne a par ailleurs publié une recommandation⁸ le 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise et le principe « appliquer ou expliquer »⁹.

Le même jour, elle a publié sa proposition de directive modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise consacre notamment le principe de transparence des rémunérations des dirigeants et du vote des actionnaires sur ces rémunérations (« *say on pay* ») en Europe.

En parallèle des travaux de la Commission, l'OCDE a publié en 1999 des Principes de gouvernement d'entreprise – actualisés en septembre 2015¹⁰ – qui ont servi de source d'inspiration dans certains pays européens pour la rédaction de leur code.

Cette étude s'inscrit dans la volonté d'améliorer la coordination des codes de gouvernance en Europe, en réalisant une comparaison du code français rédigé par l'AFEP et le MEDEF¹¹ avec les codes de neuf pays européens, que sont l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le

³ Communication de 2003 sur la modernisation du droit des sociétés et le renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX:52003DC0284>).

⁴ Paragraphe 3.1. (gouvernement d'entreprise) de la communication citée *supra*.

⁵ Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil 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'assurance (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/fr/ALL/?uri=CELEX:32006L0046>).

⁶ En insérant un article 46 *bis* dans la directive 78/660/CEE. Celle-ci a été abrogée et remplacée par la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil. Ces dispositions se trouvent désormais à l'article 20 de la directive 2013/34/UE.

⁷ Conformément au champ défini par l'article 20, paragraphe 1, de la directive 2013/34/UE citée *supra* : les sociétés dont les valeurs mobilières sont admises aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 14), de la directive « Transparence ».

⁸ Recommandation 2014/208/UE de la Commission du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise (« appliquer ou expliquer »).

⁹ Cette recommandation s'applique aux sociétés qui sont tenues de soumettre une déclaration sur le gouvernement d'entreprise conformément à l'article 20 de la directive 2013/34/UE et qui doivent fournir des explications en cas de dérogation aux recommandations du ou des codes de gouvernement d'entreprise.

¹⁰ <http://www.oecd.org/daf/ca/principles-corporate-governance.htm>

¹¹ Pour les besoins de l'étude, seul le code français AFEP-MEDEF a été retenu, compte tenu de son antériorité et de son application par l'essentiel des grandes sociétés cotées.

Royaume-Uni et la Suède. Toutefois, l'AMF rappelle que les codes de gouvernement d'entreprise ne constituent assurément pas des règles isolées, et il convient de les lire à la lumière du dispositif normatif européen et national dans lequel ils s'insèrent et d'en déduire leur portée.

En application de l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers (AMF) est chargée, depuis 2004, d'établir chaque année un rapport portant sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne sur le fondement des informations publiées par les personnes morales dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé et ayant leur siège statutaire en France.

A ce titre, l'AMF établit dans ce rapport annuel des recommandations à l'égard des émetteurs, mais également des pistes de réflexion à l'adresse des associations professionnelles en charge de la rédaction du code afin, le cas échéant, qu'elles le modifient.

Dès lors, il est intéressant pour l'AMF et les parties prenantes (i) d'étudier le « mode opératoire » de l'élaboration du code de gouvernement d'entreprise et du contrôle de son application dans les principaux pays européens, (ii) de comparer les dispositions des codes avec les dispositions françaises sur des sujets structurants tels que la dissociation des pouvoirs, la composition du conseil ou la rémunération des dirigeants et, le cas échéant, (iii) d'identifier les meilleures pratiques mises en exergue dans un ou plusieurs des codes étudiés pour alimenter les pistes de réflexion émises par l'AMF à l'attention de l'AFEP et du MEDEF.

2. METHODOLOGIE ET OBJECTIFS DE L'ETUDE

2.1 Une étude pan-européenne

Afin de réaliser un état des lieux pertinent des dispositions de droit souple et d'identifier les meilleures pratiques de gouvernement d'entreprise en Europe, la présente étude porte sur un échantillon de dix pays européens qui disposent d'un code de gouvernement d'entreprise à l'attention des émetteurs : l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède. Le tableau ci-dessous récapitule l'échantillon de codes de gouvernement d'entreprise étudiés.

Tableau 1 : échantillon de l'étude

Pays	Code	Rédacteur
Allemagne	German Corporate Governance Code	Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex
Belgique	Code belge de gouvernement d'entreprise	Commission Corporate Governance
Espagne	Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas	Comisión nacional del mercado de valores (CNMV)
Finlande	Finnish Corporate Governance Code	Groupe de travail au sein de la <i>Securities Market Association</i>
France	Code AFEP-MEDEF sur le gouvernement d'entreprise ¹²	AFEP et MEDEF
Italie	Corporate Governance Code	Corporate Governance Committee
Luxembourg	Les X Principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg	Bourse de Luxembourg
Pays-Bas	Dutch Corporate Governance Code	Corporate Governance Code Monitoring Committee
Royaume-Uni	The UK Corporate Governance Code	Financial Reporting Council (FRC)
Suède	The Swedish Corporate Governance Code	Swedish Corporate Government Board

Source: AMF

2.1 Les objectifs de l'étude

La présente étude s'attache (i) à étudier le mode opératoire et le contrôle de l'application du code de gouvernement d'entreprise par les principaux pays européens, en analysant en particulier par quelles entités et dans quel contexte normatif ils sont rédigés, et (ii) à comparer certaines dispositions de ces codes avec celles du code français AFEP-MEDEF sur des sujets structurants de gouvernement d'entreprise.

En outre, cette étude a aussi pour objectif de mettre en lumière les bonnes pratiques relevées dans les codes de l'échantillon qui pourront, le cas échéant, alimenter les pistes de réflexion émises chaque année par l'AMF à l'attention des associations professionnelles en charge de la révision du code AFEP-MEDEF.

2.2 La méthodologie

Le champ d'analyse se limite aux informations contenues dans les codes de gouvernement d'entreprise mentionnés¹³ dans le tableau 1 ci-dessus.

Cette étude n'a pas vocation à donner un panorama exhaustif des règles relatives au gouvernement d'entreprise en Europe, mais d'étudier la mise en œuvre du droit souple. Toutefois, les codes de gouvernement d'entreprise ne constituent assurément pas des règles isolées, et il convient de les lire à la lumière du dispositif normatif européen et national dans lequel ils s'insèrent.

¹² Il convient de noter qu'il existe en France au moins deux codes de gouvernement d'entreprise. Le code MiddleNext, publié en décembre 2009, est dédié aux valeurs petites et moyennes, mais n'a pas été analysé dans le cadre de la présente étude.

¹³ Dans leur version la plus récente, à la date du 1^{er} décembre 2015.

Les dispositions des codes de gouvernement d'entreprise des pays de l'échantillon ont été analysées et comparées à l'aide d'une grille d'analyse qui reprend les principaux thèmes de gouvernement d'entreprise et de rémunération des dirigeants.

Par ailleurs, l'étude se limite aux informations publiques. L'AMF a toutefois contacté plusieurs régulateurs nationaux pour solliciter des précisions sur l'interprétation de certaines dispositions du code et/ou la place du code dans l'environnement normatif de leurs pays respectifs.

3. GENERALITES : LE MODE OPERATOIRE DES CODES

3.1 La rédaction et le positionnement des codes

Tous les pays étudiés disposent d'un code de gouvernement d'entreprise. Ces derniers ont été mis en place dans les années 1990-2000 sous l'impulsion des pouvoirs publics, des entreprises de marché et/ou des associations représentant les émetteurs, et sont souvent le fruit d'une consolidation de rapports publiés dès les années 1990, dans le but d'améliorer la transparence des informations données aux investisseurs et le fonctionnement des organes de décision des sociétés cotées.

3.1.1 Les rédacteurs actuels des codes

S'agissant des entités qui élaborent le code, plusieurs modalités distinctes sont utilisées en Europe. Ainsi, la rédaction du code est assurée par¹⁴ :

- une commission ou un groupe de travail *ad hoc*¹⁵, d'initiative privée (Italie, Finlande, Pays-Bas et Suède) ou d'initiative conjointe privée et publique (Allemagne et Belgique) ;
- des associations représentant les émetteurs – en France ;
- le régulateur – au Royaume-Uni et en Espagne ;
- l'entreprise de marché – au Luxembourg.

Il convient de préciser que tous les pays, à l'exception de la France¹⁶ et du Royaume-Uni¹⁷, disposent d'un seul code de gouvernance que les sociétés cotées peuvent ou doivent appliquer.

Plusieurs pays et/ou institutions européennes ont également développé des codes ou des « *guidelines* » supplémentaires pour les sociétés non cotées¹⁸, les sociétés dans lesquelles l'Etat a une participation importante¹⁹, etc.

Le tableau ci-dessous récapitule les rédacteurs des codes pour les dix pays étudiés.

Tableau 2 : les rédacteurs actuels des codes de gouvernement d'entreprise

Pays	Rédacteur(s) du code	Date de création du code ²⁰	Nature de l'organe en charge de la rédaction
Allemagne	Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex	2002	Commission désignée par le ministère de la Justice en septembre 2001. La commission est indépendante du ministère et composée de 14 membres, notamment des investisseurs, des universitaires, un syndicat et des représentants des émetteurs
Belgique	Commission Corporate Governance	2004 ²¹	Commission composée de 21 membres, créée à l'initiative de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), la Fédération des entreprises de Belgique (FEB) et d'Euronext

¹⁴ Seuls les organismes en charge de la rédaction de la dernière version du code de gouvernement d'entreprise ont été étudiés.

¹⁵ Ces groupes ne sont toutefois pas de nature identique, de même que leur initiateur diffère.

¹⁶ Cf. *supra*.

¹⁷ Au Royaume-Uni, les PME cotées, qui ne sont pas soumises à l'obligation d'appliquer le « *UK Corporate Governance Code* », peuvent se référer à un code intitulé « *Corporate Governance Code for Small and Mid-Size Quoted Companies* » créé en 2013 par une entité privée, *The Quoted Companies Alliance*, le code étant gratuitement mis à disposition des adhérents de cette association.

¹⁸ A titre d'exemples, au Royaume-Uni, les « *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK* », ecoDA; en Belgique, le Code Buisse : *Corporate Governance – Recommandations à l'attention des entreprises non cotées en bourse* ; en Finlande, l'initiative de la Chambre centrale du commerce, « *Improving corporate governance of unlisted companies.* »

¹⁹ A titre d'exemple, les « *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* », OCDE, 2005.

²⁰ Pour la France, a été retenue la date à laquelle un code structuré de gouvernement d'entreprise a été instauré.

²¹ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1998.

Pays	Rédacteur(s) du code	Date de création du code ²⁰	Nature de l'organe en charge de la rédaction
Espagne	Comisión Nacional del mercado de valores (CNMV)	2006 ²²	Régulateur des marchés (en 2013, un groupe d'experts composé de 12 membres des secteurs public et privé a été nommé pour aider la CNMV à modifier le code)
France	AFEP et MEDEF	2004 ²³	Associations représentant les émetteurs. Depuis 2013, le Haut comité de gouvernement d'entreprise, créé à l'initiative de l'AFEP et du MEDEF, a également pour mission de « proposer des mises à jour du code au regard de l'évolution des pratiques y compris à l'international, des recommandations ou pistes de réflexion de l'AMF ou encore des demandes d'investisseurs »
Finlande	<i>Securities Market Association</i>	2003 ²⁴	Entité de coopération créée par l'association des émetteurs (Confederation of Finnish Industries EK), la Chambre de commerce de Finlande et l'entreprise de marché (NASDAQ OMX Helsinki) et composée de 11 membres
Italie	Corporate Governance Committee	2006 ²⁵	Entité composée des associations d'émetteurs et d'investisseurs (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria and Assogestion) et de l'entreprise de marché (Borsa Italiana S.p.A)
Luxembourg	Bourse de Luxembourg	2006	Entreprise de marché, en collaboration avec des représentants d'émetteurs
Pays-Bas	Corporate Governance Code Monitoring Committee	2003 ²⁶	Comité créé à l'initiative conjointe d'acteurs publics (ministère des finances et des affaires économiques) et privés (associations patronales, entreprise de marché Euronext), nommé tous les quatre ans et qui rend annuellement ses conclusions aux ministères de l'Economie, de la Justice et des Finances. Originellement, l'organe de rédaction était composé de représentants d'émetteurs et d'universitaires (Committee Tabaksblat)
Royaume-Uni	Financial Reporting Council (FRC)	1998 ²⁷	Régulateur de l'audit et de l'information financière
Suède	Swedish Corporate Government Board	2005	Entité rattachée à une association (<i>Association for Generally Accepted Principles in the Securities Market</i>) mise en place par plusieurs organisations professionnelles pour donner une structure à l'auto-régulation des sociétés cotées sur le marché réglementé suédois du secteur privé et par la <i>Commission on Business Confidence</i> (une commission gouvernementale, qui était présidée par l'ancien ministre des Finances)

Source : AMF

²² Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1997.

²³ Plusieurs rapports ont été publiés en 1995, 1999 et 2002. Le code AFEP-MEDEF de 2003 unifie les recommandations des précédents rapports.

²⁴ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1997.

²⁵ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1999.

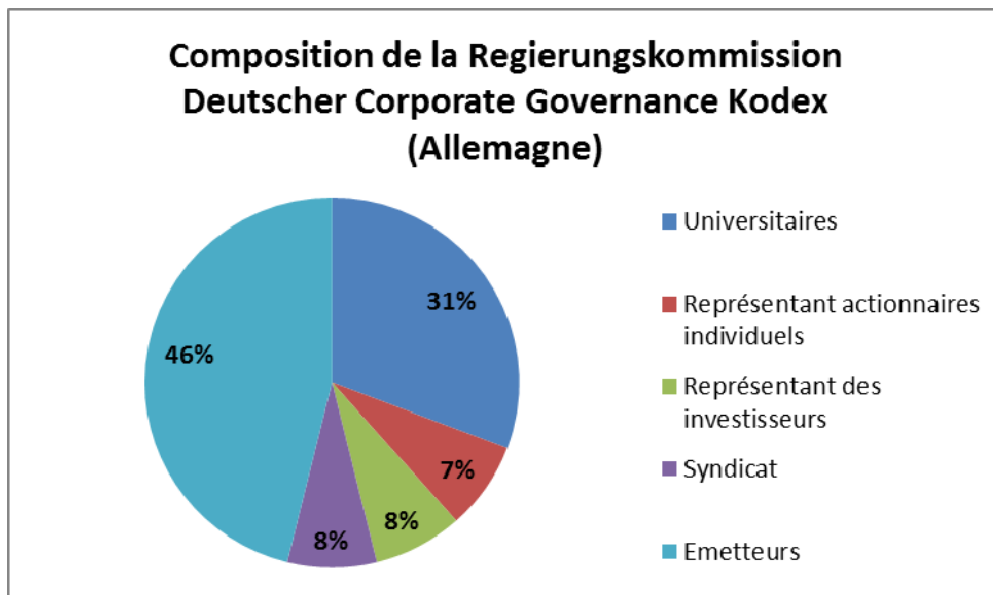
²⁶ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1997.

²⁷ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1992.

Indépendamment de la composition de l'organisme en charge de la rédaction du code, les différentes parties prenantes concernées par le gouvernement d'entreprise (émetteurs, investisseurs institutionnels, pouvoirs publics, cabinets d'audit, avocats, analystes financiers, milieux académiques...) participent à la rédaction du code dans la quasi-totalité des pays étudiés²⁸ (voir les exemples allemand et belge ci-dessous). En Allemagne, en sus des parties classiquement intégrées à la rédaction et à la mise à jour des principes de gouvernement d'entreprise, les salariés (ou leurs représentants) sont également associés au processus d'élaboration du code.

Il convient toutefois de noter que dans trois pays de l'échantillon sur dix (Espagne²⁹, France³⁰ et Luxembourg³¹), les investisseurs ne participent pas à la rédaction du code en tant que membres du groupe de travail, bien qu'ils puissent être consultés *a posteriori*.

Enfin, en Suède, bien que le *Swedish Corporate Governance Board* soit composé de 13 membres représentant les différents groupes d'intérêts (investisseurs, émetteurs, entreprise de marché), il est précisé que le rôle de ces membres n'est pas de représenter un groupe d'intérêt particulier.



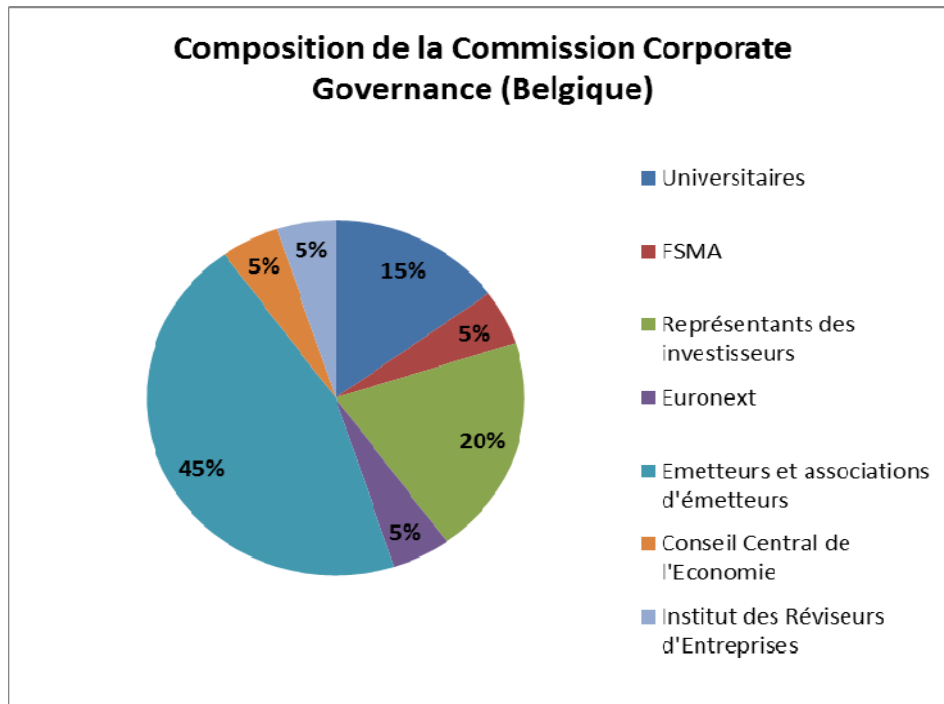
Source : AMF

²⁸ De manière générale, la composition de l'entité en charge de la rédaction du code est publique et permet d'apprécier la diversité des parties prenantes impliquées. Toutefois, il n'est pas toujours aisé de savoir quel groupe d'intérêts représente chaque membre lorsque sa biographie n'est pas indiquée.

²⁹ Groupe d'experts composés de 12 membres dont 2 de la CNMV (présidence et vice-présidence de la CNMV), 2 représentants du ministère de la Justice, 2 représentants du ministère de l'Economie et de la Compétitivité et 6 personnes du « secteur privé » (professeurs et avocats) dont les nominations sont proposées par CNMV, le ministère de la Justice et le ministère de l'Economie.

³⁰ Le code AFEP-MEDEF du 12 novembre 2015 indique toutefois que « cette nouvelle version a donné lieu à une consultation notamment des autorités publiques, d'organisations représentant les actionnaires individuels et institutionnels ainsi que des agences de conseils en vote (proxy advisors). ».

³¹ « Elle [la Bourse de Luxembourg] a sollicité le concours des dirigeants des principales sociétés dont les actions sont admises en bourse pour mener avec eux une réflexion approfondie sur la portée de ces principes ainsi que leurs recommandations. Un groupe de travail a été mis en place dont les travaux se sont notamment appuyés sur l'analyse des régimes existant dans les pays voisins, les travaux de la Commission européenne et les normes établies par l'OCDE. Une consultation publique a eu lieu qui a permis de rassembler les commentaires et observations émanant en particulier des milieux financiers et universitaires luxembourgeois. » Extrait du site internet de la Bourse de Luxembourg.



Source : AMF

Au regard des constats ci-dessus, la majorité des pays a confié la rédaction du code de gouvernement d'entreprise à une commission ou un groupe *ad hoc* composé de plusieurs parties prenantes.

Dans trois pays, dont la France, les investisseurs et leurs représentants ne sont pas directement parties prenantes à la rédaction du code, bien qu'ils puissent être consultés.

En France, la rédaction du code par les seules associations professionnelles représentant les émetteurs apparaît comme une exception.

3.1.2 L'articulation des codes avec les autres textes en vigueur

Les codes de gouvernement d'entreprise ne sont pas des règles isolées, mais des instruments de « *soft law* », procédant ou non de l'auto-régulation au sens strict, qui s'insèrent dans un ensemble normatif national et européen. Ils s'inscrivent généralement en complément des textes législatifs ou réglementaires et/ou des règles de marché.

Dès lors, les codes de gouvernement d'entreprise n'ont pas tous la même portée ou le même champ. Lorsque le droit des sociétés et/ou les règles de marché encadrent assez étroitement la gouvernance des sociétés, le champ et la portée des codes de gouvernement d'entreprise peuvent être réduits aux seules questions non réglées par le droit des sociétés. A l'inverse, dans certains pays où le droit des sociétés laisse aux sociétés une grande latitude dans l'organisation de la gouvernance, le rôle des codes de gouvernement d'entreprise est d'autant plus important.

Certaines dispositions législatives sont également reprises dans les codes de gouvernement d'entreprise³². Dans ce cas, les codes indiquent clairement la référence législative et les sociétés ne peuvent naturellement y déroger en appliquant la règle « se conformer ou s'expliquer », mais doivent s'y conformer. Il est parfois peu aisé, à la lecture des seuls codes, de déterminer ce qui relève de la « *soft law* » et de la loi. La lisibilité des dispositions applicables en matière de gouvernement d'entreprise est pourtant primordiale.

³² Inversement, il arrive que des dispositions d'un code soient « importées » dans la loi, comme ce fut le cas en 2015 avec la loi dite « Macron » pour le plafonnement plus strict des mandats des administrateurs exerçant des fonctions exécutives.

Dans tous les pays de l'échantillon, le code de gouvernement d'entreprise a déjà été modifié au moins une fois. Ces codes sont régulièrement mis à jour afin d'y intégrer les meilleures pratiques. Dans la majorité des cas, ces modifications sont soumises à une consultation publique préalable.

Plus de la moitié des pays étudiés (Allemagne, Espagne, France, Italie, Suède et Royaume-Uni) ont modifié leur code de gouvernement d'entreprise au cours des deux dernières années³³.

Tableau 3 : la révision des codes

Pays	Code	Date de création du code	Nombre de révisions	Date de dernière révision du code
Allemagne	German Corporate Governance Code	2002	11 révisions (2003, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2012, 2013, 2014, 2015)	2015
Belgique	Le code belge de gouvernement d'entreprise	2004 ³⁴	1 révision (2009)	2009
Espagne	Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas	2006 ³⁵	2 révisions (2013, 2015)	2015
Finlande	Finnish Corporate Governance Code	2004 ³⁶	2 révisions (2008, 2010)	2010
France	Code AFEP-MEDEF sur le gouvernement d'entreprise	2003 ³⁷	5 révisions (2007, 2008, 2010, 2013, 2015)	2015
Italie	Corporate Governance Code	2006 ³⁸	4 révisions (2010, 2011, 2014, 2015)	2015
Luxembourg	Les X Principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg	2006	2 révisions (2009, 2013)	2013
Pays-Bas	Dutch Corporate Governance Code	2003 ³⁹	1 révision (2008)	2008
Royaume-Uni	The UK Corporate Governance Code	1998 ⁴⁰	6 révisions (2003, 2006, 2008, 2010, 2012, 2014)	2014
Suède	The Swedish Corporate Governance Code	2005	3 révisions (2008, 2010, 2015)	2015

Source : AMF

Il est intéressant d'analyser la fréquence de révision du code dans les pays de l'échantillon et de noter que :

- en Allemagne, le code est modifié quasi-annuellement depuis sa mise en œuvre en 2002 ;
- au Royaume-Uni, le code a été modifié environ tous les deux ans depuis 2003 ;
- à l'inverse, dans d'autres pays, à l'instar des Pays-Bas⁴¹ ou de la Belgique, les codes ont été très peu révisés depuis leur mise en place. A cet effet, le régulateur belge a toutefois demandé la réalisation d'une

³³ Soit en 2014 et 2015.

³⁴ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1998.

³⁵ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1997.

³⁶ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1997.

³⁷ Plusieurs rapports ont été publiés en 1995, 1999 et 2002. Le code AFEP-MEDEF de 2003 unifie les recommandations des précédents rapports.

³⁸ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1999.

³⁹ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1997.

⁴⁰ Des principes de gouvernance ayant été établis depuis 1992 (*Cadbury Report*).

étude par un consultant externe⁴² afin d'analyser les principes des codes de quelques grands pays voisins (Royaume-Uni, France, Allemagne et Pays-Bas), dans le cadre de sa réflexion sur une éventuelle modification du code de gouvernement d'entreprise en vigueur en Belgique. L'étude a conclu que le code ne devait pas être modifié.

On peut en déduire qu'à l'exception de l'Allemagne et du Royaume-Uni, où les codes sont revus quasi annuellement, dans les autres pays, la revue des codes évolue sans périodicité prédéfinie. La fréquence de révision n'est toutefois pas un critère suffisant, et ne permet pas en soi de tirer des conclusions sur l'importance des modifications effectuées ni sur la qualité générale du code.

Les principales raisons avancées pour justifier l'actualisation des codes sont (i) les évolutions législatives nationales et européennes (par exemple la recommandation de la Commission européenne du 30 avril 2009 sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées ou celle de 2014 sur le « *comply or explain* ») et (ii) les changements du monde des affaires, qui induisent l'apparition de nouveaux standards de gouvernement d'entreprise. Ainsi, la crise financière de 2007-2008 et les différentes « affaires » liées à la rémunération de certains dirigeants ont fréquemment été invoquées comme facteurs d'évolution des codes de gouvernement d'entreprise, appelant des dispositions destinées notamment à enrayer les comportements court-termistes ou à renforcer la responsabilité des sociétés à l'égard des parties prenantes.

Parmi les règles modifiées dans les codes étudiés lors des deux dernières années, il convient de citer notamment :

- l'insertion de règles relatives à la diversité des membres au sein du conseil et de ses comités ;
- la mise en place de procédures permettant de récupérer ou de refuser, le cas échéant, le paiement de rémunérations variables (« *claw back* »), et de définir des durées d'acquisition et de conservation de la rémunération différée pour toutes les sociétés ;
- l'alignement des rémunérations variables des dirigeants sur les intérêts de long terme de la société ;
- l'efficacité des systèmes de gestion des risques et de contrôle interne.

Généralement, l'organisme en charge de la rédaction des codes indique qu'il étudie annuellement l'opportunité d'une modification des dispositions du code au regard des meilleures pratiques de gouvernement d'entreprise.

Le rythme de modification du code est toutefois hétérogène. Si dans certains pays, il évolue annuellement ou tous les deux ans à l'instar de l'Allemagne et du Royaume-Uni, dans d'autres Etats membres, les codes ont été modifiés avec parcimonie depuis leur création. La France se situe entre ces deux extrêmes avec cinq modifications du code AFEP-MEDEF depuis 2003, celle de 2013 étant de plus grande ampleur.

Enfin, dans la majorité des pays étudiés, les modifications du code sont soumises à une consultation publique préalable sur le site internet de l'entité en charge de la rédaction du code. En France, si l'AFEP et le MEDEF consultent un certain nombre de parties prenantes (AMF, investisseurs...), ils ne publient toutefois pas la proposition initiale mais directement la proposition *in fine* approuvée.

3.2 Portée et champ d'application des codes de gouvernement d'entreprise

3.2.1 Le caractère obligatoire ou facultatif des codes

Bien que la directive 2006/46/CE prévoit que toute société cotée sur un marché réglementé indique dans sa déclaration sur le gouvernement d'entreprise le code de gouvernement d'entreprise auquel elle est soumise et/ou qu'elle a décidé d'appliquer volontairement, le caractère obligatoire ou facultatif de l'application d'un code national reste l'apanage des Etats membres (voir tableau ci-après sur le caractère obligatoire ou facultatif des codes de gouvernement d'entreprise).

⁴¹ Le comité de surveillance du code a toutefois demandé un processus de révision du code dans son rapport publié en janvier 2015.

⁴² *Corporate Governance Comparative Study*, Allen & Overy, septembre 2012

(http://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/study_allen_overy.pdf).

Tableau 4 : le caractère obligatoire ou facultatif de l'application des codes

Pays	Application du code de gouvernement d'entreprise	
	obligatoire	volontaire
Allemagne	X	
Belgique	X	
Espagne		X
Finlande	X	
France		X
Italie		X
Luxembourg	X	
Pays-Bas	X	
Royaume-Uni	X	
Suède	X	

Source : AMF

En France, en Espagne et en Italie, l'application du code de gouvernement d'entreprise est facultative et soumise au principe « appliquer ou expliquer ». Il convient toutefois de préciser que :

- en France, les articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce (respectivement pour les sociétés « monistes » et « duales ») précisent, selon une architecture « en deux étages », 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 » ;
- en Espagne, même si l'adhésion au code est volontaire, les sociétés cotées sont légalement tenues, dans leur rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise, de donner des explications sur chaque disposition du code qu'elles ne suivent pas⁴³. Par ailleurs, il est intéressant de noter qu'une partie des recommandations du code a été récemment intégrée dans la législation sur les sociétés⁴⁴ ;
- en Italie, la loi⁴⁵ impose aux sociétés de fournir des informations sur l'adoption du code de gouvernement d'entreprise et d'expliquer les raisons pour lesquelles elles n'adhèrent pas à une ou plusieurs dispositions du code. Par ailleurs, toutes les sociétés, qu'elles se réfèrent ou non à un code, doivent fournir des informations sur les pratiques de gouvernement d'entreprise qu'elles ont mises en place. De plus, la *Borsa Italiana* exige l'adoption de plusieurs dispositions du code (sur l'indépendance des administrateurs, le système de contrôle interne...) pour les sociétés cotées sur le *Segmento Titoli Alti Requisiti*, un segment du marché réglementé dédié aux sociétés moyennes dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros et qui acceptent, sur une base volontaire, des standards élevés en termes de gouvernance et de transparence⁴⁶.

A *contrario*, au Luxembourg, en Finlande, en Suède et au Royaume-Uni, l'application du code est rendue obligatoire par les règles de marché :

- au Luxembourg, la Société de Bourse de Luxembourg a préféré retenir une régulation fondée sur des principes normatifs⁴⁷ d'application obligatoire pour toutes les sociétés luxembourgeoises cotées sur un marché réglementé ;
- en Finlande, les règles du NASDAQ OMX Helsinki rendent obligatoire l'application du code finlandais de gouvernement d'entreprise pour toutes les sociétés cotées sur ce marché, indépendamment de leur nationalité ;

⁴³ Article 61 *bis* de la *Ley del Mercado de Valores*.

⁴⁴ Loi n° 31/2014 du 3 décembre 2014, modifiant la Loi sur les sociétés.

⁴⁵ Article 123-*bis* du *Legislative Decree* n° 58/98 (*Consolidated Law on Finance*).

⁴⁶ Au 27 février 2015, 67 sociétés appartenaient au STAR.

⁴⁷ Tels que « La société adopte un régime de gouvernance d'entreprise clair et transparent auquel elle assure une publicité adéquate (principe 1) » ou « Le conseil évalue régulièrement son mode de fonctionnement et ses relations avec la direction » (principe 6).

- de même en Suède, depuis 2007, les règles du NASDAQ OMX Stockholm rendent obligatoire l'application du code suédois de gouvernement d'entreprise pour toutes les sociétés cotées sur un marché réglementé indépendamment du lieu du siège social ;
- au Royaume-Uni, en application des *FCA Listing Rules* (9.8.6 R et LR 9.8.7 R), le *UK Corporate Governance Code* s'applique aux sociétés cotées sur le « *Premium Listing* », ayant leur siège social au Royaume-Uni ou à l'étranger. Conformément aux règles de marché précitées, les sociétés concernées doivent préciser comment elles appliquent les « *Main Principles* » du code.

Par ailleurs, en Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, l'application du code est rendue obligatoire par la loi et/ou des dispositions réglementaires, mais est « à géométrie variable » dans la mesure où le contenu du code demeure en tout ou partie couvert par le principe « appliquer ou expliquer » :

- en Allemagne, l'article 161 de l'*Aktiengesetz* (loi allemande sur les sociétés par actions) oblige les sociétés cotées à faire une déclaration de conformité relative à l'application du code, dans laquelle les sociétés doivent s'expliquer en cas de non-application de certaines recommandations ;
- en Belgique, en application de la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise et de l'arrêté royal du 6 juin 2010 qui reconnaît le code belge de gouvernance d'entreprise 2009 comme le code de référence pour les sociétés cotées, ces dernières sont désormais tenues d'exposer les motivations de leurs dérogations à des recommandations du code. Par ailleurs, il convient de noter que plusieurs parties du code belge de 2009 ont été intégrées dans le code législatif des sociétés⁴⁸ et ont, dès lors, force obligatoire ;
- aux Pays-Bas, le *Royal Decree* du 23 décembre 2004 rend obligatoire la déclaration de conformité avec le code néerlandais (à compter du 1^{er} janvier 2005) pour les sociétés dont les actions ou certificats représentatifs d'actions sont cotés sur un marché réglementé et établies aux Pays-Bas (ou qui sont cotées sur un MTF et dont le bilan dépasse 500 millions d'euros), et les contraint à s'expliquer à chaque fois qu'elles en écartent une disposition.

Dans la grande majorité des cas, l'application du code de gouvernement d'entreprise de référence est rendue obligatoire par les règles de marché ou la loi, sans pour autant que l'intégralité du code soit de portée impérative, conformément au principe « appliquer ou expliquer ».

A contrario, dans trois pays – la France, l'Espagne et l'Italie – l'application du code est qualifiée de volontaire, selon des dispositions proches mais sans être équivalentes. Si l'adhésion au code est volontaire en Espagne et en Italie, la loi requiert néanmoins que les sociétés indiquent dans leurs rapports annuels chaque déviation aux dispositions du code. En France, les sociétés doivent indiquer les raisons pour lesquelles elles n'adoptent pas le code, et les mesures de gouvernement d'entreprise qu'elles ont mises en place en complément des exigences requises par la loi. La France fait donc figure d'exception dans la mesure où l'article L. 225-37 du code de commerce (ou L. 225-68 pour les sociétés à structure « dualiste ») autorise les sociétés à donner une explication globale de la décision de ne pas se référer à un code, sans qu'une explication recommandation par recommandation soit nécessaire.

Il convient de relever que l'Espagne et la Belgique ont fait le choix de légaliser certaines règles des codes de gouvernement d'entreprise, rendant ainsi leur application obligatoire.

Il en résulte ainsi différentes configurations normatives encadrant l'application du code et la déclinaison du principe « appliquer ou expliquer ». L'application d'un code peut dans son principe être obligatoire tout en demeurant « à géométrie variable » dans son contenu et sa portée normative.

3.2.2 Le champ d'application des codes

Tous les codes de gouvernement d'entreprise étudiés s'appliquent *a minima* aux sociétés dont le siège se trouve dans le pays concerné et qui sont cotées sur un marché réglementé.

⁴⁸ Loi du 7 novembre 2011.

Par ailleurs, dans 4 pays de l'échantillon (Allemagne⁴⁹, France⁵⁰, Belgique⁵¹ et Luxembourg⁵²), le code a vocation à s'appliquer plus largement à toutes les sociétés cotées sur un marché réglementé national, quel que soit le lieu de leur siège social.

Enfin, dans 3 codes de l'échantillon (Italie, Royaume-Uni et France), les spécificités des valeurs moyennes sont prises en compte :

- en Italie, certaines recommandations du code de gouvernement d'entreprise s'appliquent seulement aux émetteurs qui appartiennent à l'indice FTSE-Mib⁵³;
- au Royaume-Uni, certaines dispositions peuvent ne pas être appliquées par les sociétés en-dessous du FTSE 350. Par ailleurs, les valeurs petites et moyennes peuvent se référer au « *Corporate Governance Code for Small and Mid-Size Quoted Companies* » créé par l'association *The Quoted Companies Alliance*.
- en France, un code dédié aux valeurs moyennes et petites a été publié fin 2009⁵⁴. Ces sociétés peuvent néanmoins choisir de se référer au code AFEP-MEDEF⁵⁵.

Au regard des constats ci-dessus, la France et le Royaume-Uni sont les seuls pays européens de l'échantillon à avoir développé un code de gouvernement d'entreprise spécifique pour les valeurs moyennes et petites.

3.2.3 La structure des codes

La structure des codes de gouvernement d'entreprise (type de règles, niveau de détail et de description, articulation avec la législation et la réglementation nationale) varie sensiblement entre les différents pays de l'Union européenne étudiés, mais suit souvent une logique ternaire, des principes fondamentaux à leur déclinaison pratique.

Tableau 5 : la structure des codes

⁴⁹ « *Primarily, the Code addresses listed corporations and corporations with capital market access pursuant to Section 161 (1) sentence 2 of the Stock Corporation Act. It is recommended that companies not focused on the capital market also respect the Code.* »

⁵⁰ « *Les présentes recommandations s'adressent aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Il est également souhaitable et recommandé que les autres sociétés appliquent ces recommandations en tout ou partie en les adaptant à leurs spécificités.* »

⁵¹ « *Le présent Code s'adresse aux sociétés de droit belge dont les actions sont négociées sur un marché réglementé (« sociétés cotées »). Cependant, vu sa flexibilité, le Code peut également servir de cadre de référence pour toutes les autres sociétés.* »

⁵² « *Les X Principes s'appliquent aux sociétés de droit luxembourgeois dont les actions sont cotées sur un marché réglementé opéré par la Bourse de Luxembourg, à l'exception des SICAV et OPC réglementés, qui sont soumis à une réglementation spécifique. Néanmoins, étant donné leur souplesse, les X Principes peuvent utilement servir de cadre de référence pour toutes les sociétés de droit luxembourgeois, ou de droit non luxembourgeois, y Les X Principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg compris les sociétés de droit luxembourgeois ayant demandé l'admission de leurs actions sur un marché réglementé étranger.* »

⁵³ Composé de 40 émetteurs.

⁵⁴ Code MiddleNext pour la gouvernance des entreprises moyennes cotées.

⁵⁵ 41 % des sociétés du compartiment B et 18 % du compartiment C se réfèrent au code AFEP-MEDEF. Voir rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de l'Autorité de marchés financiers.

Pays	Hiérarchie des règles et leur portée	
	Type de règles	Portée de ces règles
Allemagne	Recommandations Suggestions	Appliquer ou expliquer Non contraignantes
Belgique	Principes Dispositions Lignes de conduite	Appliquer ou expliquer Appliquer ou expliquer Non contraignantes
Espagne	Principes Recommandations	Appliquer ou expliquer Appliquer ou expliquer
Finlande	Recommandations	Appliquer ou expliquer
France	Recommandations	Appliquer ou expliquer
Italie	Principes Critères Commentaires	Appliquer ou expliquer Appliquer ou expliquer Non contraignants
Luxembourg	Principes Recommandations Lignes de conduite	Obligatoires Appliquer ou expliquer Non contraignantes
Pays-Bas	Principes Meilleures pratiques	Appliquer ou expliquer Appliquer ou expliquer
Royaume-Uni	Principes Dispositions	Appliquer ou expliquer Appliquer ou expliquer
Suède	Règles	Appliquer ou expliquer

Source : AMF

Dans 3 pays (France, Finlande et Suède), le code ne comprend qu'un seul type de règles (par exemple des recommandations ou des principes) dont l'application repose sur le principe « se conformer ou s'expliquer »⁵⁶.

A *contrario*, dans 7 pays (Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni) le code est structuré selon une hiérarchie de règles de portée distincte :

- en Allemagne, le code se structure en « recommandations », soumises au principe « se conformer ou s'expliquer », et en « suggestions » qui par définition sont non contraignantes ;
- en Belgique, le code s'articule autour de neuf « principes », des « dispositions » et des « lignes de conduite ». Les dispositions sont des recommandations qui décrivent comment appliquer les principes. Il est demandé aux sociétés de se conformer à ces dispositions ou d'expliquer pourquoi elles y dérogent. Elles sont complétées par des lignes de conduite consistant en des conseils sur l'application ou l'interprétation des dispositions du code. Elles ne sont pas soumises à l'obligation de « se conformer ou s'expliquer ». En outre, plusieurs notes explicatives relatives à la gouvernance des sociétés ont été mises en ligne par la Commission belge de gouvernement d'entreprise ;
- en Espagne, le code se décompose en « principes » et « recommandations », celles-ci apportant un éclairage concret et spécifique aux premiers sur le fondement de l'obligation de « se conformer ou s'expliquer » ;
- en Italie, le code est divisé en trois ensembles de règles : les « principes », les « critères » et les « commentaires ». Les critères décrivent la conduite à adopter pour appliquer la vingtaine de principes. Les commentaires, qui ne sont pas soumis au principe « se conformer ou s'expliquer », poursuivent deux buts : clarifier les principes et les critères, notamment par des exemples, et décrire des bonnes pratiques additionnelles ainsi que des méthodes pour poursuivre les objectifs définis dans les principes et les critères. Les sociétés doivent expliquer la manière dont elles appliquent chaque recommandation contenue dans les principes et les critères ;
- au Luxembourg, les « X Principes » comprennent trois ensembles de règles : les « principes » obligatoires proprement dits (« *comply* »), les « recommandations » (« *comply or explain* »), et les « lignes de conduite », qui constituent des conseils indicatifs sur la manière appropriée d'appliquer ou interpréter les recommandations et reflètent les bonnes pratiques observées ;

⁵⁶ Toutefois, en Suède, certaines règles sont précédées de brefs textes introductifs explicitant les principes et/ou les réglementations à l'origine des règles. De la même façon, en Finlande, les recommandations sont précédées de propos introductifs et suivies d'explications. En France, le Haut comité de gouvernement d'entreprise publie un guide d'application du code AFEP-MEDEF, actualisé chaque année.

- aux Pays-Bas, le code contient des principes qui se déclinent en meilleures pratiques (« *best practices provisions* »), l'ensemble de ces règles étant soumis à l'obligation de « se conformer ou s'expliquer » ;
- au Royaume-Uni : le code est constitué de principes (principaux et annexes) et de dispositions (« *provisions* »). Les *Listing Rules* prévoient que les sociétés doivent appliquer le code conformément au principe « se conformer ou s'expliquer ».

Contrairement à la majorité des pays européens, le code AFEP-MEDEF est construit autour d'un seul type de règles – des recommandations⁵⁷ – qui ont toutes la même portée. En parallèle, le guide d'application du code AFEP-MEDEF publié par le Haut comité de gouvernement d'entreprise est un document *ad hoc* qui précise l'interprétation de certaines recommandations du code.

3.3 Le contrôle de l'application des codes

La mise en œuvre du principe « appliquer ou expliquer »⁵⁸ garantit aux sociétés une certaine souplesse quant à l'application des dispositions du code de référence. En contrepartie, l'auto-régulation repose notamment sur l'exigence de transparence sur l'état de l'application des règles de gouvernance d'entreprise, qui permet le « contrôle » de leur respect par les parties prenantes (actionnaires, auditeurs, fournisseurs...).

3.3.1 L'élaboration des rapports relatifs à l'application des codes

Les systèmes de contrôle nationaux diffèrent sensiblement, tant sur l'entité en charge du contrôle ou suivi, que sur le contenu des rapports relatifs à l'application des dispositions des codes de gouvernance.

Tableau 6 : entités en charge du suivi de l'application des codes

Pays	Rédacteur(s) du code	Rédacteur(s) du/des rapport(s) sur l'application des codes
Allemagne	Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex	Berlin Center of Corporate Governance (institut privé)
Belgique	Commission Corporate Governance	- FSMA (régulateur) et - FEB (fédération représentant les émetteurs) et GUBERNA (Institut belge des administrateurs)
Espagne	CNMV	CNMV (régulateur)
France	AFEP et MEDEF	- AMF (régulateur) et - HCGE (instance d'auto-régulation)
Finlande	<i>Securities Market Association</i>	NASDAQ OMX (entreprise de marché)
Italie	Comitato per la Corporate Governance	- Consob (régulateur), - Assonime (association représentant les émetteurs) et - Comitato per la Corporate Governance
Luxembourg	Bourse de Luxembourg	Bourse de Luxembourg (entreprise de marché)
Pays-Bas	Corporate Governance Code Monitoring Committee	Corporate Governance Code Monitoring Committee
Royaume-Uni	Financial Reporting Council (FRC)	FRC (régulateur)
Suède	Swedish Corporate Government Board	- Swedish Corporate Government Board et - NASDAQ OMX (entreprise de marché)

Source : AMF

⁵⁷ Le code édicte par ailleurs des principes relatifs à la rémunération des dirigeants.

⁵⁸ Toutefois à l'instar des X Principes sur le gouvernement d'entreprise au Luxembourg, certaines dispositions du code peuvent être obligatoires.

Au regard du tableau 6 ci-dessus, il convient de noter que dans la moitié des pays de l'échantillon (Belgique, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni), un rapport sur l'application des codes de gouvernance est rédigé par un régulateur de marché :

- en France, l'AMF est légalement en charge de publier un rapport annuellement sur le gouvernement d'entreprise, le contrôle interne et la rémunération des dirigeants⁵⁹ ;
- en Espagne, la loi⁶⁰ confie à la CNMV la mission de suivi des règles de gouvernement d'entreprise et de publication de toute information qu'elle considère comme pertinente sur le niveau effectif de conformité ;
- dans les autres pays, il semble que la loi n'impose pas aux régulateurs de rédiger de rapport. En Belgique, le préambule du code indique néanmoins que le régulateur « *publie de temps à autre des aperçus comparatifs généraux des pratiques de gouvernance d'entreprise dans les sociétés belges cotées.* »

Dans trois pays de ces pays (Belgique, France et Italie), des rapports sont rédigés par des organismes privés, en complément des rapports des régulateurs de marché :

- en Belgique, l'autorité de marché (FSMA) et l'Institut belge des administrateurs, conjointement avec la Fédération des entreprises de Belgique, écrivent chacun un rapport sur le suivi des codes ;
- en France, chaque année depuis 2004, un rapport est réalisé par l'AMF à la demande du législateur, et depuis 2014, un second par le Haut Comité de gouvernement d'entreprise, une instance (en forme associative) d'autorégulation comportant sept membres ;
- en Italie, l'autorité de marché (la Consob), le Comité de gouvernement d'entreprise (*Comitato per la Corporate Governance*) et l'association de représentation des émetteurs (*Assonime*) réalisent chacun un rapport annuellement.

Dans l'autre moitié des pays étudiés, une ou plusieurs entités privées ont notamment pour mission d'élaborer un rapport. A titre d'exemple, en Suède⁶¹, le *Swedish Corporate Governance Board* est chargé, en tant qu'entité dont la mission est de promouvoir le développement des bonnes pratiques de gouvernance, de rédiger un rapport relatif à l'application d'un code de gouvernement d'entreprise à un niveau macro-économique, alors que l'entreprise de marché a pour mission de contrôler l'application individuelle du code par les sociétés.

Dans 6 pays étudiés (Espagne, France⁶², Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, et Suède), le rédacteur du code assure également le contrôle de sa mise en œuvre par les sociétés qui s'y réfèrent.

3.3.2 L'échantillon et la méthodologie des rapports

Il est intéressant de comparer les échantillons et les méthodologies utilisées dans les différents rapports pour comprendre l'étendue du champ d'étude et la pertinence de l'analyse.

Plusieurs cas de figure sont possibles. Certains organismes en charge de la rédaction du rapport choisissent d'étudier toutes les sociétés cotées (NASDAQ OMX ou Bourse de Luxembourg), alors que d'autres organismes choisissent de sélectionner les sociétés en fonction de leur capitalisation (c'est le cas de l'AMF).

Tableau 7 : échantillons des rapports

Pays	Rapport	Date du dernier rapport	Echantillon
Allemagne	Rapport du <i>Berlin Center of Corporate Governance</i>	2014	120 sociétés ayant répondu à un questionnaire (113 cotées à la bourse de Francfort, dont 25 du DAX)

⁵⁹ Article L. 621-18-3 du code monétaire et financier.

⁶⁰ Article 540 de la *Ley de sociedades de capital*.

⁶¹ *Annual Accounts Act*.

⁶² Le Haut comité de gouvernement d'entreprise (HCGE) est chargé de proposer des mises à jour du code au regard de l'évolution des pratiques y compris à l'international, des recommandations ou pistes de réflexion de l'AMF ou encore des demandes d'investisseurs.

Belgique	Rapport de l'Institut des Administrateurs et de la Fédération des entreprises de Belgique	2015	78 sociétés cotées (BEL 20, BEL Mid, BEL Small)
	Rapport de la FSMA	2015	113 sociétés cotées sur un marché réglementé pour l'étude de 2012 ou 91 sociétés cotées pour l'étude de 2015
Espagne	Rapport de la CNMV	2014	142 sociétés (35 sociétés de l'IBEX, 24 sociétés avec une capitalisation supérieure ou égale à 500 millions d'euros et 83 sociétés de capitalisation inférieure à 500 millions d'euros)
France	Rapport de l'AMF	2015	60 plus grosses capitalisations boursières de droit français (en 2015, CAC 40 + 26 sociétés)
	Rapport du HCGE	2015	120 plus grosses capitalisations boursières (SBF 120)
Finlande	Rapport du NASDAQ OMX	2012	120 sociétés cotées au Nasdaq OMX Helsinki
Italie	Rapport de la Consob	2014	Environ 240 sociétés cotées
	Rapport de l'Assonime	2015	230 sociétés cotées
	Rapport du CCG	2014	Basé sur les deux rapports ci-dessus et, éventuellement, sur d'autres études
Luxembourg	Rapport de la Bourse du Luxembourg	2013	Les sociétés cotées sur un marché réglementé, soit 19 sociétés ⁶³ .
Pays-Bas	Rapport du <i>Corporate Governance Code Monitoring Committee</i>	2015	72 sociétés ayant répondu à un questionnaire ⁶⁴ (20 AEX ; 21 AMX ; 19 AMS ; 12 Local)
Royaume-Uni	Rapport du FRC	2015	Les sociétés du FTSE 350 ⁶⁵
Suède	Rapport du <i>Swedish Corporate Governance Board</i>	2015	252 sociétés ayant leur siège social en Suède ⁶⁶ (Nasdaq OMX Stockholm principalement et NGM Equity)
	Rapport du NASDAQ OMX	2012	194 sociétés (Nasdaq OMX Stockholm)

Source : AMF

Au regard du tableau ci-dessus, l'échantillon de l'AMF semble relativement restreint en comparaison des rapports établis en Allemagne, en Belgique, en Espagne, en Italie ou au Royaume-Uni.

Cette différence peut s'expliquer d'une part par la méthodologie utilisée. Si l'AMF analyse les informations à l'aide d'une grille d'analyse élaborée par ses services, le FRC (Royaume-Uni) ou le Comité de suivi du gouvernement d'entreprise aux Pays-Bas recourent à des prestataires et études externes (cabinet de consultant, université) pour l'analyse statistique des informations sur le gouvernement d'entreprise. Par ailleurs, en Allemagne et aux Pays-Bas, les pratiques de gouvernance sont relevées à l'aide d'un questionnaire envoyé aux sociétés concernées, qui le remplissent elles-mêmes. D'autre part, il convient de rappeler que l'AMF publie certaines années un second rapport relatif aux valeurs moyennes et petites, alors que les études publiées dans les autres pays ne ciblent pas spécifiquement ce type

⁶³ Le rapport porte sur les 20 sociétés cotées sur un marché réglementé mais précise : « une société tiendra son assemblée générale seulement en septembre. Etant donné que la clôture des travaux se situe au 31 juillet 2013, cette société n'est pas prise en compte dans le présent rapport. »

⁶⁴ Sur les 95 sociétés auxquelles un questionnaire a été envoyé.

⁶⁵ Le rapport du FRC se base notamment sur les études réalisées par Grant Thornton et Manifest, dont l'analyse portait sur les sociétés du FTSE 350 [En 2014, l'étude portait sur 307 sociétés du FTSE 350].

⁶⁶ Sur les 275 sociétés cotées sur un marché réglementé en Suède.

d'entreprises. Enfin, dans certains pays l'étude ne concerne pas le dernier exercice comptable des sociétés, mais un exercice antérieur à celui-ci.

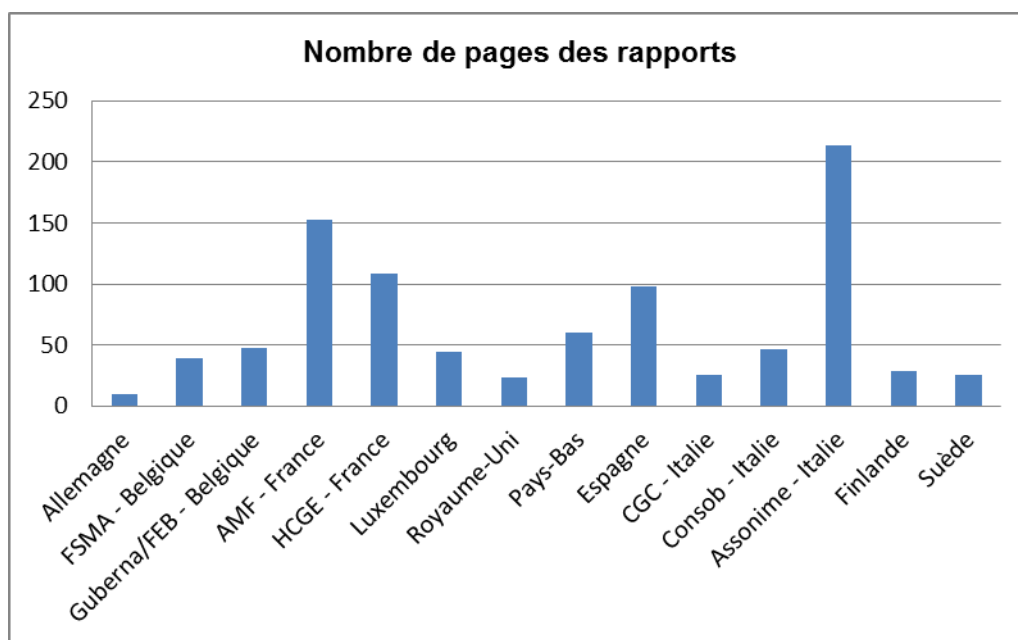
Par ailleurs, s'agissant de la pratique du « *name and shame* », qui consiste à citer publiquement les sociétés qui ne respectent pas les règles des codes de gouvernance au regard du principe « se conformer ou s'expliquer », l'AMF a relevé que :

- à l'exception de l'AMF qui l'a mis en pratique à compter de 2012, les rapports de suivi de l'application des codes sont anonymes⁶⁷ ;
- la CNMV (Espagne) ne recourt pas au « *name and shame* » à proprement parler, mais indique nominativement les chiffres concernant le capital et la structure de l'actionnariat des sociétés, ainsi qu'un certain nombre de données relatives aux réunions des organes de contrôle et au déroulement des assemblées générales. De surcroît, une seconde annexe comportant des tableaux précise l'application de chaque disposition du code, société par société, sur les trois dernières années.

Sur les 15 rapports étudiés dans 10 pays européens, seul le rapport de l'AMF sur l'application du code de gouvernement d'entreprise – et dans une moindre mesure l'opérateur de marché NASDAQ OMX en Finlande – mentionnent nommément les sociétés qui ne respectent pas les règles de gouvernance (« *name and shame* »).

3.3.3 La forme et la structure des rapports

La taille des rapports est très variable. Elle s'échelonne de 10 pages en Allemagne à 213 pages en Italie⁶⁸. Ces différences s'expliquent notamment par la taille de l'échantillon, les éléments de contenu et la structure des rapports (cf. ci-dessous). En moyenne, les derniers rapports publiés dans chaque pays comptent 65 pages.



Source : AMF

En comparaison avec les autres rapports, le rapport publié par l'AMF est l'un des plus volumineux.

Il convient de noter que plusieurs rapports contiennent une partie dédiée aux principaux débats relatifs à la gouvernance d'entreprise, à l'instar de ce qui est fait dans le rapport de l'AMF. A titre d'exemple, le dernier rapport sur le gouvernement d'entreprise des Pays-Bas, en date de janvier 2015 et portant sur l'exercice 2013,

⁶⁷ En Finlande, l'entreprise de marché, NASDAX OMX cite nominativement les entreprises qui écartent les recommandations du code sans donner d'explication suffisante au titre du principe « se conformer ou s'expliquer ».

⁶⁸ Rapport 2014 de l'association italienne Assonime (plus de 60 pages d'annexes).

consacre des développements⁶⁹ sur les récentes évolutions des codes des autres pays (Royaume-Uni, France, Japon ...).

3.3.4 L'appréciation de la règle « appliquer ou expliquer »

Le Livre vert d'avril 2011 de la Commission européenne sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne⁷⁰ faisait état de lacunes dans l'application pratique du principe « appliquer ou expliquer », en particulier s'agissant de la qualité des explications fournies par les sociétés lorsqu'elles dérogent aux codes de gouvernement d'entreprise.

Dans son plan d'action de 2012 sur le droit européen des sociétés et la gouvernance d'entreprise⁷¹, la Commission européenne a souligné l'importance que revêtent des explications de bonne qualité, en particulier pour les investisseurs, et a annoncé une initiative visant à améliorer la qualité des rapports sur la gouvernance d'entreprise. Elle a dès lors publié, le 9 avril 2014⁷², une recommandation qui fournit des orientations générales aux sociétés pour améliorer la qualité de leurs déclarations sur la gouvernance d'entreprise.

En parallèle, le rapport de RiskMetrics⁷³ de septembre 2009 avait établi une classification des explications en cinq catégories⁷⁴ afin de juger leur qualité, utilisée comme base d'analyse dans certains rapports sur le contrôle de l'application des codes de gouvernement d'entreprise.

Plusieurs entités en charge de la rédaction des codes ou du contrôle de leur application ont en outre publié des lignes directrices explicitant les caractéristiques d'une explication de qualité.

S'agissant de l'appréciation de la règle « appliquer ou expliquer » dans les rapports de suivi de l'application des codes de gouvernement d'entreprise, il convient de relever que :

- dans tous les rapports, une étude statistique est réalisée sur le niveau de conformité avec les recommandations du code ;
- 9 rapports⁷⁵ sur 15 présentent des exemples d'explications données par les entreprises pour déroger à une ou plusieurs dispositions du code et apprécient de manière différente la pertinence des explications données par les sociétés.
 - o A cet égard, le rapport de 2014 de Guberna et de la FEB (Belgique) consacre un chapitre entier à « l'analyse des 'explains' » et tente d'analyser la qualité des explications en les classant en cinq catégories sur le fondement notamment de la typologie du RiskMetrics Group⁷⁶.
 - o De même, le Conseil de gouvernement d'entreprise suédois hiérarchise les explications en trois catégories, à savoir « bonne », « acceptable » et « insuffisante/aucune ».
 - o Les rapports du FRC, Assonime (Italie), du Comité de gouvernement d'entreprise (Italie) et du Comité de suivi du gouvernement d'entreprise aux Pays-Bas consacrent également un chapitre à l'analyse des explications.
 - o L'AMF, quant à elle, associe constats statistiques et analyse qualitative des explications données, mais sans les classer selon une typologie.
 - o En France, le Haut Comité de gouvernement d'entreprise indique dans son rapport annuel avoir écrit à une trentaine de sociétés du SBF 120 « pour leur signaler des déviations par rapport au Code ou des insuffisances d'explications ».

⁶⁹ Report on the 2013 financial year, Corporate Governance Code Monitoring Committee, p.47.

⁷⁰ COM (2011) 164 du 5 avril 2011.

⁷¹ Résolution du Parlement européen du 29 mars 2012 sur un cadre de gouvernance d'entreprise pour les sociétés européennes, 2011/2181(INI).

⁷² Recommandation de la Commission européenne du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise.

⁷³ Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, RiskMetrics, 2009.

⁷⁴ 1/ explications « non-valables » : qui indiquent une non-conformité sans donner d'explication ; 2/ explications « générales » : qui ne font pas référence aux situations spécifiques des sociétés ; 3/ explications « limitées » : qui n'expliquent pas les raisons de non-conformité mais donnent des mesures alternatives par exemple ; 4/ les explications « spécifiques » qui ont trait aux situations spécifiques des sociétés ; 5/ les explications « transitionnelles » : qui indiquent que la non-conformité est transitoire.

⁷⁵ Rapport établi par l'AMF, rapport du HCGE (France), rapport du FRC (Royaume-Uni), rapport de Guberna et de la FEB (Belgique), rapport de la Bourse du Luxembourg, rapport du CGC italien, rapport Assonime (Italie), rapport du Conseil de gouvernance suédois et rapport du Comité de suivi du gouvernement d'entreprise aux Pays-Bas.

⁷⁶ <http://www.corporategovernancecommittee.be/fr/code-2009/respect-du-code>

Dans plus d'un tiers des rapports étudiés (6 sur 15), les constats sont exclusivement statistiques.

Toutefois, 8 rapports⁷⁷ s'attachent à apprécier de manière plus qualitative le respect du principe « appliquer ou expliquer ». C'est le cas notamment de l'AMF qui relève des exemples (le cas échéant nominatifs) de bonnes et mauvaises explications pour déroger à une recommandation du code, ou apporte des éclairages sur son appréciation du caractère insuffisant de certaines explications.

3.3.5 Les prescriptions des auteurs des rapports

Il convient de relever que l'AMF (France) et la FSMA (Belgique) sont les seules autorités publiques qui ont émis dans leur dernier rapport des recommandations à l'égard des émetteurs sur le respect des dispositions du code visé⁷⁸.

Par ailleurs, peu de rapports mentionnent des pistes d'amélioration du code. Comme évoqué *infra*, il convient de garder à l'esprit que dans 6 pays étudiés (Espagne, France – s'agissant du HCGE, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède), le rédacteur du code est également en charge du contrôle de sa mise en œuvre. En France toutefois, l'AMF émet de pistes de réflexions à l'égard des rédacteurs du code pour suggérer des axes de modification. De même, aux Pays-Bas, le Comité de gouvernement d'entreprise a évalué, à l'occasion de son rapport annuel paru en janvier 2015, le code et ses améliorations et appelle les parties intéressées (à savoir les associations et Euronext qui sont à l'origine du comité mais n'en sont pas membres) à lancer un processus de révision du code.

⁷⁷ Le rapport de la Bourse du Luxembourg se contente de reprendre les explications sans analyse qualitative.

⁷⁸ Le CGC italien émet également des « recommandations » à l'égard des sociétés. La Société de la Bourse de Luxembourg a rédigé « *les efforts* » qui « *devront être consentis [par les sociétés] sur les principes* ».

4. THEMES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS

Dans la présente section de l'étude, il est question d'étudier plusieurs thèmes structurants de gouvernement d'entreprise en analysant le contenu des codes. L'AMF rappelle que les codes de gouvernement d'entreprise ne constituent pas des règles isolées, et qu'il convient de les lire à la lumière du dispositif normatif dans lequel ils s'insèrent, et d'en déduire leur portée au sein de ce dispositif (voir 3.1.2).

Pour chaque thème, la réglementation européenne est, le cas échéant, rappelée à titre liminaire. S'ensuit une analyse de ces dispositions au regard des dispositions législatives nationales.

Les thèmes suivants sont traités :

- La séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil.
- L'administrateur référent.
- L'indépendance des membres du conseil (et du président).
- La mixité du conseil.
- L'évaluation du conseil.
- Les critères d'octroi de la rémunération variable.
- Le plafond des indemnités de départ.

4.1 La séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil

4.1.1 Le cadre européen

Il n'existe pas d'homogénéité des pratiques sur la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil en Europe, cette question étant intrinsèquement liée aux modes de gouvernance et au type de sociétés, qui restent largement régis par les droits des sociétés nationaux⁷⁹.

Toutefois, au sein des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, la directive européenne 2013/36/UE⁸⁰ dite « CRD IV » prévoit une séparation des fonctions de président de l'organe de direction et de directeur général afin de garantir une gestion « *saine et prudente* »⁸¹.

⁷⁹ A l'exception des sociétés européennes (SE).

⁸⁰ Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.

⁸¹ Article 88.1.e) de la directive 2013/36/UE.

Tableau 8 : la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil

Pays	Séparation des fonctions de directeur général et président du conseil		Mesures en cas d'unicité des fonctions
	Caractère	Source	
Allemagne	Obligatoire	Loi réglementant les sociétés par actions du 6 septembre 1965 (§105)	N/A
Belgique	Recommandé par le code (« <i>comply or explain</i> »)	Disposition 1.5	Justifier le non-respect de la recommandation
Espagne	Facultative		Election du président requiert un vote favorable d'au moins deux tiers des membres du conseil d'administration La mise en place d'un administrateur référent dont les fonctions sont renforcées est obligatoire
France	Facultative		La nomination d'un administrateur référent est possible mais pas recommandée par le code
Finlande	Recommandé par le code (« <i>comply or explain</i> »)	Recommandation 36	Justifier le non-respect de la recommandation
Italie	Facultative		Mise en place d'un administrateur référent recommandée par le Comité en charge de la rédaction du code
Luxembourg	Recommandé par le code (« <i>comply or explain</i> »)	Recommandation 1.3	Justifier le non-respect de la recommandation
Pays-Bas	Obligatoire	One-Tier Board Act	N/A
Royaume-Uni	Recommandé par le code (« <i>comply or explain</i> »)	Provision A.3.1	Justifier le non-respect de la recommandation Le conseil doit consulter les actionnaires principaux en amont et expliquer ses raisons au marché dans le rapport annuel
Suède	Obligatoire	Swedish Companies Act	N/A

Source : AMF

Dans 3 pays de l'échantillon (Allemagne, Pays-Bas et Suède), la séparation des fonctions de président et directeur général est prévue par la loi :

- en Allemagne, la gouvernance des sociétés est très largement fondée sur un modèle dualiste à conseil de surveillance et directoire⁸², et la loi dispose qu'un membre du directoire ne peut pas être un membre du conseil de surveillance⁸³. Par ailleurs, le code de gouvernance allemand prévoit en son article 5.4.2 que le conseil de surveillance ne peut comprendre plus de deux anciens membres du directoire. L'article 5.4.4 précise quant à lui que les membres du directoire ne peuvent devenir membres du conseil de surveillance dans les deux ans après la fin de leurs fonctions, sauf s'ils recueillent un vote en ce sens en assemblée générale à la suite d'une résolution proposée par un actionnaire détenant au moins 25 % des droits de vote – dans ce cas la nomination en qualité de président constitue une exception qui doit être justifiée devant l'assemblée générale ;

⁸² Bien que le statut de société européenne (SE) rencontre un vif succès en Allemagne depuis 2004.

⁸³ Loi réglementant les sociétés par actions du 6 septembre 1965 (§105).

- par ailleurs, aux Pays-Bas, la gouvernance des sociétés ayant la forme juridique de NV (*naamloze vennootschap*) et BV (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*) s'appuyait historiquement sur un système dualiste. Ces sociétés ont toutefois, depuis le 1^{er} janvier 2013, la possibilité d'opter pour un système moniste (société à conseil d'administration), et la loi précise que le directeur général ne peut pas être président du conseil⁸⁴. En outre, les sociétés peuvent également opter pour le statut de société européenne (SE) depuis 2004 ;
- Enfin, en Suède, la loi, reprise en substance dans le préambule du code de gouvernance suédois, dispose que le directeur général ne peut être le président du conseil⁸⁵.

Dans 4 pays de l'échantillon (Belgique, Finlande, Luxembourg et Royaume-Uni), le code de gouvernement d'entreprise recommande la séparation des fonctions de direction générale et de présidence du conseil au sein des structures monistes. Si ce principe de séparation n'est pas respecté, la société doit l'expliquer au regard du principe « appliquer ou expliquer » :

- le code de gouvernement d'entreprise belge recommande que « *si le conseil d'administration envisage de nommer le précédent CEO comme président, il considère avec circonspection les aspects positifs et négatifs d'une telle décision et publie dans la Déclaration GE les raisons pour lesquelles cette nomination est conforme aux meilleurs intérêts de la société* » ;
- en Finlande, la recommandation 36 du code prévoit que le directeur général ne peut pas être président du conseil. Toutefois, une note d'explication du code indique que dans des circonstances particulières, telles qu'une phase de développement d'opérations ou la structure actionnariale, il peut être choisi d'unifier les fonctions. La société doit dès lors expliquer les raisons du non-respect de cette recommandation ;
- au Luxembourg, la recommandation 1.3. prévoit que « *le pouvoir exécutif de la gestion de la société est confié à une direction présidée par une personne distincte du président du conseil d'administration* » ;
- au Royaume-Uni, la *provision A.3.1.* du code prévoit que le directeur général ne peut pas être nommé président de la même société. Si, exceptionnellement, le conseil décide de le nommer, il doit consulter les actionnaires principaux en amont et expliquer ses raisons dans le rapport annuel.

A contrario, dans 3 pays de l'échantillon (Espagne, France et Italie) le choix de la dissociation des fonctions est laissé aux sociétés. En Italie, il est précisé dans un commentaire (non soumis à la règle « appliquer ou expliquer ») que la séparation des fonctions peut renforcer les caractéristiques d'impartialité et de contreponds du président. En Espagne, la loi⁸⁶ indique que si les fonctions de président et de directeur général sont exercées par la même personne, l'élection du président requerra un vote favorable d'au moins deux tiers des membres du conseil d'administration. Par ailleurs, la loi, reprise en substance dans le code, précise qu'en cas de cumul des fonctions de président et de directeur général, la mise en place d'un administrateur référent ou « *consejero independiente coordinador* » est obligatoire.

La pratique de la dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général est intrinsèquement liée aux modèles de gouvernance et aux particularités nationales. Depuis la crise financière, la littérature et les codes de bonnes pratiques tendent toutefois à considérer que la concentration des pouvoirs amplifie les conflits d'intérêts.

Dès lors, dans les pays où l'unification des fonctions est possible, à savoir l'Italie, l'Espagne et la France, les codes évoquent la nomination d'un administrateur référent. A la différence du code espagnol ou italien, le code AFEP-MEDEF et son guide d'application ne présentent toutefois pas expressément la nomination d'un administrateur référent comme un contre-pouvoir à la présence d'un président-directeur général (voir ci-après).

⁸⁴ *One-Tier Board Act* entré en vigueur en 2013.

⁸⁵ Section 49, *Swedish Companies Act*.

⁸⁶ Article 529 septies de la *Ley de Sociedades de Capital*.

4.2 L'administrateur référent

4.2.1 Le cadre européen

Il n'existe pas de dispositions relatives à l'administrateur référent au niveau européen.

4.2.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise

Tableau 9 : l'administrateur référent

Pays	Mention de l'administrateur référent dans le code ?	Est-il choisi parmi les administrateurs indépendants ?	Ses missions sont-elles précisées dans le code ?
Allemagne	Non	N/A	N/A
Belgique	Non	N/A	N/A
Espagne	Oui (Principe 16 – recommandation 34)	Oui	Oui
Finlande	Non	N/A	N/A
France	Oui (Recommandation 6.5)	Non	Non
Italie	Oui (Critères 2.C.3 – 2.C.4)	Oui	Oui
Luxembourg	Oui (Recommandation 2.4 ligne de conduite 2 – Recommandation 7.4 ligne de conduite 2)	Oui	Oui
Pays-Bas	Non	N/A	N/A
Royaume-Uni	Oui (<i>Provisions A.4.1 – A.4.2 – B.6.3 – E.1.1</i>)	Oui	Oui
Suède	Non	N/A	N/A

Source : AMF

La mention de la fonction d'administrateur référent dans le code

Dans 5 pays de l'échantillon (Espagne, France, Italie, Luxembourg et Royaume-Uni), le code de gouvernement d'entreprise fait référence à la possibilité de nommer un administrateur référent parmi les membres du conseil.

A contrario, dans les 5 autres pays étudiés (Allemagne, Belgique, Finlande, Pays-Bas et Suède), le code ne mentionne pas l'administrateur référent. Rappelons que dans 3 de ces pays (Allemagne, Pays-Bas et Suède), la distinction des fonctions de président du conseil et de directeur général est imposée par la loi ou la pratique d'une gouvernance dualiste. Dans les 2 autres pays (Belgique et Finlande), le code de gouvernance recommande une distinction claire de ces fonctions.

L'unicité des fonctions de directeur général et président du conseil et le rôle de contre-pouvoir l'administrateur référent

Deux codes (les codes italien et espagnol), qui ne recommandent pas par ailleurs la séparation des fonctions de président et de directeur général, recommandent explicitement la présence d'un administrateur référent lorsque les fonctions de président et de directeur général sont fusionnées.

En Espagne, la présence de l'administrateur référent est obligatoire lorsque les fonctions de directeur général et de président sont fusionnées. A ce titre, la loi espagnole, reprise dans le code de gouvernance, dispose qu'un « administrateur coordinateur » (« *consejero coordinador* ») doit être désigné parmi les administrateurs indépendants et bénéficier de pouvoirs renforcés.

L'indépendance des administrateurs référents

Dans 4 pays de l'échantillon (Espagne, Italie, Luxembourg et Royaume-Uni) sur les 5 qui mentionnent le recours à un administrateur référent, le code indique que l'administrateur référent est désigné parmi les administrateurs indépendants. A ce titre, l'administrateur référent est qualifié de « *lead independent director* » au Luxembourg ou encore de « *senior independent director* » au Royaume-Uni.

En France, où la nomination d'un administrateur référent n'est qu'une simple possibilité, le code ne recommande pas que celui-ci soit désigné parmi les administrateurs indépendants. Cependant, l'AMF a indiqué, à titre de piste de réflexion, qu'il « *paraît nécessaire que cet administrateur soit indépendant⁸⁷* ».

Les missions de l'administrateur référent

Dans 4 pays (Espagne, Italie, Luxembourg et Royaume-Uni) sur les 5 qui mentionnent le recours à un administrateur référent, le code précise ses missions.

On peut relever que certains codes sont à cet égard relativement exigeants :

- le code de gouvernement d'entreprise du Luxembourg prévoit ainsi que l'administrateur référent doit veiller au respect des règles de bonne gouvernance. Il est « *l'interlocuteur privilégié* » du président du conseil et il est également recommandé qu'il préside les comités de nomination et de rémunération ;
- au Royaume-Uni, l'administrateur référent doit organiser, au moins une fois par an, des réunions hors la présence des administrateurs exécutifs afin d'évaluer la performance du président du conseil et d'aborder les sujets qui lui paraissent importants. Il est le contact privilégié des actionnaires ;
- en Espagne, en sus des missions légales de l'administrateur référent, à savoir convoquer le conseil d'administration, mettre des points à l'ordre du jour d'un conseil, coordonner et réunir les membres du conseil indépendants et diriger l'évaluation du président du conseil d'administration, le code recommande que l'administrateur référent assume les missions de relations avec les actionnaires sur les aspects de gouvernement d'entreprise, la direction du plan de succession du président et la présidence du conseil d'administration en cas d'absence du président du conseil et des vice-présidents. Il est également en charge des problématiques concernant les administrateurs non-exécutifs.

Le code AFEP-MEDEF fait exception en Europe en ne recommandant pas que l'administrateur référent soit choisi parmi les membres du conseil indépendants, et en ne définissant pas avec précision ses missions.

A cet égard, l'AMF a formulé une piste de réflexion selon laquelle « *la nomination d'un administrateur référent constitue une des pistes de réflexion intéressantes visant à prévenir d'éventuels conflits d'intérêts, tout particulièrement en cas de cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général. (...) En complément, il paraît nécessaire que cet administrateur soit indépendant et que la société publie un bilan d'activité de ce dernier afin que puissent être appréciés, d'une part, la nature des diligences et missions conduites dans ce cadre, et d'autre part, l'usage qu'il a pu faire des prérogatives qui lui ont été reconnues.* »

4.3 L'indépendance des membres du conseil (dont le président)

4.3.1 Le cadre européen

La recommandation du 15 février 2005 de la Commission européenne⁸⁸ pose les bases du rôle des administrateurs non exécutifs en définissant l'indépendance, le profil des administrateurs non exécutifs et leur nombre au conseil.

⁸⁷ Recommandation AMF 2012-02.

⁸⁸ Recommandation 2005/162/CE.

Il est rappelé dans le considérant 7 que « la présence, dans le conseil, de personnes indépendantes, capables de contester les décisions de la direction, est largement considérée comme un moyen de protéger les intérêts des actionnaires et des autres parties prenantes. »

La recommandation définit à l'Annexe II une liste de critères négatifs pour apprécier l'indépendance, qui doivent être adaptés au contexte national :

« a) l'administrateur non exécutif ou le membre du conseil de surveillance ne devrait pas être administrateur exécutif ou membre du directoire de la société ou d'une société liée ni avoir occupé une telle fonction au cours des cinq dernières années ;

« b) il ne devrait pas être salarié de la société ou d'une société liée, ni l'avoir été au cours des trois dernières années, sauf s'il ne fait pas partie de l'encadrement supérieur et a été élu au conseil d'administration ou de surveillance dans le cadre d'un système de représentation des travailleurs reconnu en droit et offrant une protection suffisante contre le licenciement abusif et autres formes de traitement inéquitable ;

« c) il ne devrait pas recevoir, ni avoir reçu, de rémunération supplémentaire importante de la société ou d'une société liée, en dehors des honoraires perçus comme administrateur non exécutif ou membre du conseil de surveillance.

« Cette rémunération supplémentaire couvre notamment la participation à toute formule d'options sur actions ou toute autre formule de rémunération liée à la performance; elle ne couvre pas les prestations fixes perçues dans le cadre d'un régime de retraite (y compris les prestations différées) au titre de services antérieurs dans la société (à condition que ces prestations ne soient subordonnées, en aucune manière, à la poursuite desdits services) ;

« d) il ne devrait pas être ni représenter en aucune manière l'actionnaire ou un des actionnaires détenant une participation de contrôle [le contrôle étant défini par référence aux situations présentées à l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 83/349/CEE du Conseil (1)] ;

« e) il ne devrait pas entretenir, ni avoir entretenu au cours du dernier exercice, une relation d'affaires importante avec la société ou une société liée, ni directement ni en qualité d'associé, d'actionnaire, d'administrateur ou de cadre supérieur d'un organe entretenant une telle relation. Par relation d'affaires, on entend la situation d'un fournisseur important de biens ou de services (financiers, juridiques, de conseil ou de consultant) ou d'un client important de la société, ainsi que des organisations qui reçoivent des contributions importantes de la société ou de son groupe ;

« f) il ne devrait pas être ni avoir été au cours des trois dernières années associé ou salarié de l'auditeur externe, actuel ou précédant, de la société ou d'une société liée ;

« g) il ne devrait pas être administrateur exécutif ou membre du directoire d'une autre société dans laquelle un administrateur exécutif ou membre du directoire de la société siège en tant qu'administrateur non exécutif ou membre du conseil de surveillance ni entretenir d'autres liens importants avec les administrateurs exécutifs ou les membres du directoire de la société du fait de fonctions occupées dans d'autres sociétés ou organes ;

« h) il ne devrait pas avoir siégé au conseil d'administration ou de surveillance en qualité d'administrateur non exécutif ou de membre du conseil de surveillance pendant plus de trois mandats (ou pendant plus de douze ans, lorsque la législation nationale prévoit des mandats ordinaires de très courte durée) ;

« i) il ne devrait pas faire partie de la proche famille d'un administrateur exécutif ou d'un membre du directoire ni de personnes se trouvant dans une des situations visées aux points a) à h). »

4.3.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise

La définition de l'indépendance varie sensiblement entre les différents pays européens. Si de nombreux codes s'appuient sur les critères d'indépendance définis à l'Annexe II de la recommandation de la Commission européenne, les rédacteurs des codes ont également pris en compte les particularités locales et ont rajouté et/ou ôté certains critères.

La mention des critères d'indépendance dans le code

Les critères d'indépendance sont généralement inscrits dans les codes de gouvernance et relèvent du principe « appliquer ou expliquer », à l'exception de l'Espagne et de la Belgique, où ces critères sont inscrits dans la loi, et donc obligatoires.

Seul le code allemand ne mentionne pas de critères détaillés de l'indépendance, ce qui s'explique notamment par le recours à une structure de gouvernance duale qui garantit que le conseil de surveillance, composé exclusivement d'administrateurs non-exécutifs, contrôle le directoire. Des dispositions législatives tendant à réduire le risque de conflits d'intérêts sont par ailleurs prévues⁸⁹.

La prise en compte des critères d'indépendance par le conseil

Dans la plupart des codes, il est indiqué que le conseil doit *a minima* analyser l'indépendance au regard des critères mentionnés dans le code.

Cependant, au Luxembourg, les sociétés peuvent adopter leur propre définition de l'indépendance car les critères ne sont donnés qu'à titre indicatif.

Le code finlandais comporte une définition de l'indépendance « à géométrie variable ». Les critères relatifs à l'indépendance sont divisés en trois sous-catégories :

- les six critères qui permettent de considérer qu'un administrateur est indépendant de la société ;
- les critères qui permettent d'apprécier l'indépendance par rapport à un actionnaire significatif de la société ; et enfin
- les critères que le conseil peut, après une évaluation globale, étudier pour déterminer si l'administrateur est globalement indépendant ou non.

Les critères d'indépendance

Au regard des critères d'indépendance, l'AMF constate que :

- dans la quasi-totalité des pays de l'échantillon, à l'exception de l'Allemagne et de la France, il est prévu que l'administrateur indépendant ne peut recevoir de rémunération supplémentaire importante de la société en dehors de celle perçue comme membre non exécutif du conseil. Toutefois, en France, les rémunérations des administrateurs sont encadrées. Ils ne peuvent recevoir que des jetons de présence⁹⁰ et des « rémunérations exceptionnelles »⁹¹ s'ils se voient confier une mission particulière approuvée par le conseil et soumise à l'assemblée générale dans le cadre de la procédure des conventions réglementées.
- tous les codes de l'échantillon disposent d'un critère relatif à l'existence de relations d'affaires significatives entre les administrateurs et la société, directement ou indirectement. En revanche, aucun des codes n'établit de critère d'appréciation de ce caractère significatif. Le code italien précise à cet égard que le comité de gouvernance n'a pas jugé utile de publier des critères précis d'évaluation de la matérialité. L'émetteur doit publier les critères quantitatifs et qualitatifs utilisés. Il est également précisé que la matérialité doit être considérée à la fois en termes absolus et en référence aux situations économiques des parties concernées. De plus, une relation peut ne pas être importante d'un point de vue économique, mais l'être en termes de réputation de l'administrateur concerné. Le code italien considère également que certaines relations, autres qu'économiques, peuvent aussi être considérées comme matérielles (exemple : des relations politiques) ;
- dans 5 pays (Belgique, France, Espagne, Finlande et Luxembourg), il est prévu que l'administrateur indépendant ne peut pas siéger plus de douze ans au conseil. En Finlande, ce critère est optionnel. En Italie, cette durée est réduite à neuf ans sur les douze dernières années. Au Royaume-Uni, la durée est de neuf ans à partir de la première élection. Seuls les Pays-Bas ne mentionnent pas de critère lié à la durée de la présence de l'administrateur.

L'indépendance du président

Tous les pays de l'échantillon autorisent le président du conseil à être qualifié d'indépendant. Au Royaume-Uni, le code recommande expressément, à titre de meilleure pratique, que le « *chairman* » (président du conseil) soit désigné parmi les membres indépendants.

⁸⁹ Articles 100 et 105 du AktG.

⁹⁰ Articles L. 225- et L. 225-83 du code de commerce.

⁹¹ Article L.225-46 du code de commerce.

Dans tous les pays de l'échantillon, à l'exception de la France, il est également prévu que l'indépendance soit réservée aux membres non-exécutifs. Dans le code AFEP-MEDEF, il est précisé au paragraphe 9.1. que l'administrateur indépendant est un « *administrateur non-exécutif c'est-à-dire n'exerçant pas de fonction de direction de la société ou de son groupe* ». En revanche, les critères énumérés au paragraphe 9.4. n'évoquent plus le critère de membre « exécutif », mais celui de « *dirigeant mandataire social* » qui est défini en note de bas de page n° 1 par énumération de fonctions, dont celle de président du conseil d'administration. Ce dernier est donc exclu, *a priori*, de la qualification d'administrateur indépendant, mais le paragraphe 9.4. prévoit, *in fine*, la possibilité pour le président du conseil d'administrateur d'être qualifié d'indépendant à condition de le justifier « *au regard des critères énoncés* » au même paragraphe. Il en résulte une rédaction complexe et peu cohérente du principe d'indépendance.

Les critères d'indépendance sont généralement inscrits dans les codes de gouvernance et relèvent du principe « appliquer ou expliquer », à l'exception de l'Espagne et de la Belgique, où ces critères sont inscrits dans la loi, et donc obligatoires.

L'AMF relève que la définition de l'indépendance varie sensiblement entre les différents pays européens. Si de nombreux codes s'appuient sur les critères d'indépendance définis à l'Annexe II de la recommandation de la Commission européenne, les rédacteurs des codes ont également pris en compte les particularités locales et ont rajouté et/ou ôté certains critères.

Enfin, l'étude de l'indépendance du président du conseil fait ressortir que le code AFEP-MEDEF devrait clarifier la situation du président du conseil d'administration, en distinguant, le cas échéant, s'il est ou non membre exécutif, au regard des fonctions qui lui sont effectivement attribuées.

4.4 La mixité du conseil

4.4.1 Le cadre européen

Depuis 2012, l'Union européenne a intensifié son action de promotion de la mixité au sein des directions des sociétés.

La proposition de directive⁹² de la Commission européenne publiée en décembre 2012 a pour ambition de fixer un ratio minimum de mixité de femmes et d'hommes au sein du conseil à 40 % dès 2018 pour les sociétés cotées, et 2020 pour les autres, jugeant les pratiques des Etats membres très hétérogènes en la matière. L'examen de ce texte a connu une interruption avant d'être repris au Coreper en 2015 et d'être débattu au Conseil EPSCO (Emploi, politique sociale, santé et consommateurs) en décembre 2015.

4.4.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise

⁹² Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative à un meilleur équilibre hommes-femmes parmi les administrateurs non exécutifs des sociétés cotées en bourse et à des mesures connexes consultable sur <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX:52012PC0614>

Tableau 10 : la mixité du conseil

Pays	Voie choisie	Quotas	Quota(s) à atteindre	Echéance	Sanctions prévues
Allemagne	Voie législative	Oui	30 % 50 %	2016 2018	Oui, mais pas pour les PME
Belgique	Voie législative	Oui	30 %	2017	Oui
Espagne	Voie législative Code	Oui Oui	40 % 30 %	2015 2020	Non
Finlande	Auto-régulation	Non	N/A	N/A	N/A
France	Voie législative	Oui	20 % 40 %	2014 2017	Oui
Italie	Voie législative	Oui	33 %	2015	Oui
Luxembourg	Auto-régulation	Non	N/A	N/A	N/A
Pays-Bas	Voie législative	Oui	30 %	2016	Non
Royaume-Uni	Auto-régulation	25 % ⁹³	N/A	N/A	N/A
Suède	Auto-régulation	Non	N/A	N/A	N/A

Source : AMF

Six pays de l'échantillon (Allemagne⁹⁴, Belgique⁹⁵, Espagne⁹⁶, France⁹⁷, Italie⁹⁸ et Pays-Bas⁹⁹) ont établi des quotas législatifs en matière de représentation de chaque sexe dans la composition des conseils :

- en Allemagne, la voie de l'auto-régulation a d'abord été choisie, mais est restée peu efficace¹⁰⁰. Une loi récente¹⁰¹ est venue imposer un quota de 30 % qui devra être atteint au cours de l'année 2016 et au plus tard en 2017, et de 50 % à l'horizon 2018. Cette loi s'applique aux sociétés cotées soumises au régime de la cogestion (« *Mitbestimmung* »), et concerne une centaine de grandes sociétés cotées allemandes. Les sociétés de taille moyenne doivent, quant à elles, établir des quotas internes qu'elles rendent publics. Elles ne seront toutefois pas soumises à des sanctions en cas de non-respect de leurs quotas ;
- la Belgique a également adopté la voie législative pour imposer un quota de 30 % d'ici 2017 au sein des sociétés cotées (2019 pour les PME¹⁰²), et prévu une sanction sévère, à l'instar du régime

⁹³ Il a été recommandé dans le cadre d'un rapport de Lord Davies sur la diversité de février 2011 que les sociétés du FTSE-100 atteignent un quota de 25 % d'ici 2015 et que celles du FTSE-350 établissent et publient leurs propres objectifs à atteindre.

⁹⁴ *Law on Equal Participation of Men and Women in Private-Sector and Public-Sector Management Positions, Section 25 Subsection 1 EG-AktG (Introductory Law of the German Stock Corporation Act), German Federal Gazette I. 2015, 642, 656.*

⁹⁵ Loi du 28 juillet 2011 modifiant la loi du 21 mars 1991 portant réforme de certaines entreprises publiques économiques, le code des sociétés et la loi du 19 avril 2002 relative à la rationalisation du fonctionnement de la gestion de la Loterie Nationale.

⁹⁶ Article 529 bis du *Spanish Companies Law*.

⁹⁷ Loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle.

⁹⁸ Loi n° 120/2011 du 12 juillet 2011.

⁹⁹ Loi adoptée par le Parlement le 31 mai 2011 : *Wet tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen [the Act to change book 2 of the DCC (i.e., the Dutch Company Act) in order to amend the rules on the Management and Supervision in NVs and BVs]. Staatsblad [Official Gazette] 2011, no. 275, 14 Jun. 2011.*

¹⁰⁰ http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/womenonboards-factsheet-de_en.pdf

¹⁰¹ Loi adoptée par le Bundestag le 6 mars 2015.

¹⁰² Définies par la loi comme étant « les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé visé à l'article 4 du Code des sociétés et dont le flottant est inférieur à 50 % et pour les sociétés qui, sur une base consolidée, répondent à au moins deux des trois critères suivants :

« a) nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes au cours de l'exercice concerné ;

français, consistant en la nullité de toute nomination ultérieure ne permettant pas de respecter le quota ;

- de manière similaire, l'Espagne a choisi en 2007 la voie législative¹⁰³, par une loi disposant que les sociétés doivent « *veiller* » à intégrer des femmes au conseil d'administration de manière à atteindre un quota de 40 % en 2015. Toutefois, cette loi est peu respectée en pratique, aucune sanction n'étant prévue. En conséquence, le code de gouvernement d'entreprise a recommandé, lors de sa dernière révision, l'atteinte d'un objectif plus modeste, de 30 %, d'ici à 2020 ;
- en France, l'objectif légal est que chaque conseil atteigne puis maintienne un pourcentage d'au moins 20 % de femmes dans un délai de trois ans et d'au moins 40 % de femmes dans un délai de six ans, à compter de l'assemblée générale de 2010 ou de l'admission des actions de la société aux négociations sur un marché réglementé si celle-ci lui est postérieure. Toute nomination ou toute désignation intervenue en violation de la loi et n'ayant pas pour effet de remédier à l'irrégularité de la composition du conseil d'administration ou de surveillance est nulle ;
- en Italie, la loi impose aux sociétés cotées ou contrôlées par l'Etat d'atteindre le quota d'un tiers au plus tard en 2015. Cette loi prévoit la possibilité pour la Consob d'émettre une sanction pécuniaire, pouvant aller jusqu'à un million d'euros ou 200.000 euros, en cas de non-respect du quota, selon que cela concerne, respectivement, la composition du conseil d'administration ou celle du collège d'auditeurs (« *Collegio sindacale* »¹⁰⁴) ;
- les Pays-Bas ont adopté une loi en 2011 imposant l'atteinte d'un quota de 30 % minimum en 2016, sur le fondement d'un système « *comply or explain* ». Il n'y a pas de sanction en cas de non-respect, en revanche la société doit apporter des explications dans son rapport annuel. Cette mesure devrait expirer en 2016¹⁰⁵, le bilan de son application étant prévu 3 ans après son entrée en vigueur¹⁰⁶. La loi s'applique aux sociétés de type NV (« *Naamloze vennootschap* ») et BV (« *Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid* »)¹⁰⁷ qualifiées de « grandes »¹⁰⁸ ainsi qu'aux sociétés NV désignées en qualité de membre du conseil d'une grande NV ou BV (« *Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid* ») ou d'une NV ou BV elle-même désignée comme membre du conseil d'une grande NV ou BV. En outre, le code de gouvernance prévoit lui aussi une recommandation générale relative à la diversité des membres exécutifs et non-exécutifs, sans toutefois établir de quota.

Il convient de préciser que seuls les codes allemand et français reprennent en substance les quotas imposés par la loi. Les codes belge et hollandais se contentent de recommandations générales alors que le code italien n'aborde l'objectif de mixité qu'à travers l'évaluation et la nomination des administrateurs. Le code espagnol mentionne un quota plus modeste que celui défini dans la loi.

Les quatre autres pays, qui n'ont pas adopté de législation relative à la mixité des conseils des sociétés cotées, ont choisi la voie de l'auto-régulation, étant précisé qu'au Royaume-Uni des quotas sont établis à travers de simples recommandations en dehors même du code de gouvernance :

- la Finlande a choisi la voie de l'auto-régulation, avec un objectif de représentation des deux sexes au sein du code de gouvernance, sans imposer de quota. En revanche, certaines obligations légales en la matière existent pour les sociétés contrôlées par l'Etat¹⁰⁹ ;
- au Luxembourg, de manière similaire au système finlandais, la diversité dans la composition du conseil est recommandée dans le code de gouvernance, mais aucun quota n'est établi. Des quotas n'ont été prévus que pour les entreprises contrôlées par l'Etat et pour les administrations publiques ;

« b) total du bilan inférieur ou égal à 43.000.000 d'euros ;

« c) chiffre d'affaires net annuel inférieur ou égal à 50 000.000 d'euros. »

¹⁰³ Article 75 de la *Ley Organica* 3/2007 du 22 mars 2007.

¹⁰⁴ Organe spécifique au système de gouvernance dualiste italien.

¹⁰⁵ http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/womenonboards-factsheet-nl_en.pdf

¹⁰⁶ http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2083449 (paragraphe 4.1. *in fine* – « 30 percent Women on Boards: New Law in the Netherlands (2012) », Tineke Lambooy, University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2012-4, 13 juin 2012).

¹⁰⁷ Article 2.276 du code civil.

¹⁰⁸ C'est-à-dire des sociétés de type NV qui ne se conforment pas à au moins deux des critères prévus à l'article 2.397(1) du code civil.

¹⁰⁹ http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/womenonboards-factsheet-fi_en.pdf

[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/workshop/join/2013/474413/IPOL-FEMM_AT\(2013\)474413_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/workshop/join/2013/474413/IPOL-FEMM_AT(2013)474413_EN.pdf)

- au Royaume-Uni¹¹⁰, il a été recommandé dans le cadre d'un rapport sur la diversité¹¹¹ de février 2011 que les sociétés du FTSE-100 atteignent un quota de 25 % d'ici 2015 et que celles du FTSE-350 établissent et publient leurs propres objectifs à atteindre. Le gouvernement britannique préfère éviter les quotas obligatoires mais pourrait envisager cette option si les entreprises ne progressent pas d'elles-mêmes¹¹² ;
- en Suède, la législation ne prévoit pas de quotas de diversité au conseil. Des recommandations générales de diversité sont toutefois prévues dans le code de gouvernance. Cette approche semble toutefois peu efficace. En effet, le gouvernement a récemment¹¹³ « menacé » les sociétés de soumettre un projet de loi établissant des quotas obligatoires si la situation ne s'améliore pas sensiblement d'ici 2016.

Le système de quotas imposé par voie législative est majoritaire au sein des pays de l'échantillon.

La France est la meilleure élève au sein de l'UE en ce qui concerne la représentation des femmes au sein des conseils de sociétés, avec une moyenne de 32,4 % en 2014 selon une étude de la Commission européenne basée sur un échantillon de grandes sociétés¹¹⁴. La loi a notamment repris les objectifs qui avaient été fixés antérieurement par le code AFEP-MEDEF.

4.5 L'évaluation du conseil

4.5.1 Le cadre européen

Selon la recommandation publiée par la Commission européenne en 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées, le conseil d'administration ou de surveillance devrait évaluer chaque année ses performances¹¹⁵.

4.5.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise

Tous les codes des pays étudiés recommandent l'organisation d'une évaluation du conseil afin d'améliorer de manière continue la gouvernance. En Espagne, le code précise que la conduite d'une évaluation annuelle du conseil et de ses comités est une obligation légale¹¹⁶ pour les sociétés cotées.

Les modalités d'organisation de l'évaluation

L'AMF relève que :

- dans tous les pays, à l'exception de l'Allemagne, le code précise la périodicité de l'évaluation. Elle s'échelonne de 1 an à 3 ans. A titre d'exemple, le code prévoit qu'un point à l'ordre du jour soit consacré à l'évaluation tous les 2 ans au Luxembourg et tous les 2 à 3 ans en Belgique ;
- dans 3 pays (France, Espagne et Royaume-Uni), le code ouvre la possibilité ou recommande que l'évaluation soit conduite par un cabinet externe au moins tous les 3 ans. Dans 3 autres pays (Belgique, Finlande et Luxembourg), le code préconise à titre de bonne pratique de recourir à un cabinet externe pour réaliser l'évaluation, sans périodicité indicative.

¹¹⁰ <https://www.gov.uk/government/collections/women-on-boards-reports>

¹¹¹ https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31480/11-745-women-on-boards.pdf

¹¹² http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/womenonboards-factsheet-uk_en.pdf

¹¹³ <http://www.thelocal.se/20150515/employ-more-women-or-else-swedish-companies-told>

¹¹⁴ http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/annual_reports/150304_annual_report_2014_web_en.pdf (tableau 11, page 20)

¹¹⁵ Recommandation 2005/162/CE de la Commission 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.

¹¹⁶ Prévues par l'article 529 *nonies* de la *Ley de Sociedades de Capital*.

Les objectifs poursuivis par l'évaluation

Dans 7 pays (Belgique, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni), le code précise quels sont les objectifs qui doivent être poursuivis par l'évaluation.

De manière plus spécifique, les codes recommandent d'évaluer :

- dans 6 pays (Belgique, Espagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni), la composition du conseil au regard de la diversité de ses membres et/ou de l'équilibre des compétences de ses membres ;
- la contribution individuelle de chaque administrateur aux travaux du conseil dans 7 pays (Belgique, France, Espagne, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni). A titre d'exemple, le code britannique indique notamment que l'évaluation individuelle a pour objectif de mesurer l'effectivité de la participation des membres du conseil et leur engagement en recommandant d'évaluer le temps consacré par chaque administrateur aux réunions du conseil et aux autres travaux y afférents (notamment leur assiduité). A cet égard, la Belgique recommande que « *dans le cas d'une réélection, il est procédé à une évaluation de la contribution de l'administrateur et de son efficacité sur la base d'une procédure préétablie et transparente* » ;
- dans 3 pays (Espagne, France et Royaume-Uni), le code recommande qu'une attention particulière soit portée à l'évaluation du président du conseil. De même, le code belge conseille une telle pratique.

Les suites données à l'évaluation

Dans 7 pays (Belgique, France, Espagne, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni), le code recommande que les résultats de l'évaluation soient publiés. Dans 5 pays (Belgique, Espagne, France, Luxembourg et Royaume-Uni) le code recommande que des actions soient prises, le cas échéant, au regard des résultats de l'évaluation. A titre d'exemple, le code espagnol recommande que les sociétés préparent, sur la base des résultats obtenus, un plan d'action pour corriger les déficiences détectées lors de l'évaluation.

Les réunions hors la présence des administrateurs exécutifs

Dans 5 pays (Belgique, France, Luxembourg, Pays-Bas et Suède), le code recommande l'organisation d'au moins une réunion par an, hors la présence des administrateurs exécutifs afin d'évaluer les interactions entre ces derniers et les administrateurs indépendants.

Les codes européens disposent de règles homogènes s'agissant de l'évaluation du conseil.

4.6 Les critères d'octroi de la rémunération variable des dirigeants

4.6.1 Le cadre européen

Dans sa recommandation du 30 avril 2009¹¹⁷ sur les rémunérations des administrateurs, la Commission européenne recommande que :

« 3.2. *L'attribution de composantes variables de la rémunération devrait être liée à des critères de performance prédéterminés et mesurables.*

« *Les critères de performance devraient promouvoir la viabilité à long terme de la société et inclure des critères non financiers qui présentent de l'intérêt pour la création de valeur à long terme par la société, tels que le respect des règles et des procédures en vigueur.*

« 3.3. *Si une composante variable de la rémunération est attribuée, le versement d'une grande partie de celle-ci doit être différé pendant une période minimale. La partie de la composante variable dont le versement doit être différé devrait être déterminée en tenant compte de la pondération relative de la composante variable par rapport à la composante non variable de la rémunération.*

¹¹⁷ Recommandation de la Commission complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées.

« 3.4. Les accords contractuels conclus avec des administrateurs exécutifs ou des membres du directoire devraient contenir des dispositions permettant à la société de réclamer des composantes variables de la rémunération versées sur la base de données qui se sont par la suite avérées manifestement erronées. »

Au sein des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, la directive européenne 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, dite « CRD IV », prévoit en son article 94 que :

« a) lorsque la rémunération varie en fonction des performances, son montant total est établi en combinant l'évaluation des performances de la personne et de l'unité opérationnelle concernées avec celle des résultats d'ensemble de l'établissement, l'évaluation de la performance individuelle prenant en compte des critères financiers et non financiers ;

« b) l'évaluation des performances s'inscrit dans un cadre pluriannuel afin de garantir que le processus d'évaluation porte bien sur les performances à long terme et que le paiement effectif des composantes de la rémunération qui dépendent des performances s'échelonne sur une période tenant compte de la durée du cycle économique sous-jacent propre à l'établissement de crédit et de ses risques économiques ; (...)

« k) l'attribution des composantes variables de la rémunération au sein de l'établissement tient également compte de tous les types de risques actuels et futurs (...). »

La directive prévoit également que les rémunérations variables sont assujetties à des dispositifs de récupération de la rémunération (« *claw back* »)¹¹⁸.

Enfin, l'article 9 bis de la proposition du 9 avril 2014 de révision de la directive sur les droits des actionnaires – toujours en cours de négociation – dispose que « (...) En ce qui concerne la rémunération variable, la politique indique les critères de performance financière et non financière à utiliser et explique la manière dont ces éléments contribuent aux intérêts et à la viabilité à long terme de l'entreprise, ainsi que les méthodes qui seront appliquées pour déterminer dans quelle mesure il a été satisfait aux critères de performance (...) ».

4.6.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise

A titre liminaire, il convient de souligner qu'il n'y a pas au niveau européen de catégorisation homogène des différents types de rémunération (fixe, variable, autres). Dès lors, le terme de « rémunération variable » recouvre une réalité protéiforme.

Quelques pays, à l'instar de la Belgique¹¹⁹, la Finlande¹²⁰ ou les Pays-Bas¹²¹, disposent d'une définition de la rémunération variable dans la loi et/ou dans les codes de gouvernement d'entreprise.

Les critères de performance

Dans tous les pays de l'échantillon, la part variable de la rémunération est conditionnée à des critères de performance.

Seuls 4 codes (France, Espagne, Italie et Finlande) recommandent aux sociétés de prendre en compte non seulement des critères quantitatifs, mais également des critères qualitatifs ou non financiers.

S'agissant des critères quantitatifs, 2 codes (France et Espagne) précisent que le cours de bourse ou l'évolution générale des marchés ou du secteur d'activité ne peuvent pas constituer le seul critère de performance.

¹¹⁸ Article 94.1. (i) de la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

¹¹⁹ Article 96, par. 3, 6° du code des sociétés.

¹²⁰ Point 7. Rémunération, code de gouvernement d'entreprise finlandais.

¹²¹ Articles 383 à 383^e du *Book 2 Dutch civil Code* et article II.2.13 du code de gouvernement d'entreprise.

Enfin, l'AMF a relevé que tous les codes étudiés précisent les caractéristiques des critères de performance. Les codes insistent notamment sur le caractère « précis », « mesurable » et « pertinent » de ces critères. A cet égard, le code AFEP-MEDEF apparaît comme l'un des codes les plus précis.

Lien entre critères de performance et procédures de contrôle interne et de gestion des risques

La moitié des codes (Allemagne, Espagne, Italie, Luxembourg et Royaume-Uni) indique que les critères de performance doivent prendre en considération les procédures de contrôle interne et de gestion des risques définies par le conseil.

Evaluation des critères de performance

La mesure de la réalisation des critères de performance initiaux, et une communication adaptée sur l'atteinte de ces critères, sont indispensables pour les investisseurs. A cet égard, le code finlandais précise que l'évaluation des critères permet de renforcer la confiance.

L'AMF a relevé que 2 codes de l'échantillon (Finlande et Luxembourg) indiquent que les sociétés doivent préciser les méthodes d'évaluation des critères de performance.

Les codes finlandais et néerlandais prévoient que les sociétés publient également le lien entre les critères de performance et leurs impacts sur le succès à long-terme et la performance de la société.

En France, l'AMF recommande¹²² que les sociétés donnent des informations sur l'application des critères ayant conduit au versement, au cours de l'exercice, d'une partie de la rémunération variable pluriannuelle.

Clauses de « claw-back »

Dans 5 codes¹²³ (Espagne, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède), il est prévu que les rémunérations variables doivent inclure des mécanismes de restitutions des rémunérations (« claw back »).

Si tous les codes conditionnent l'octroi de la rémunération variable à des critères de performance, seuls 4 codes, dont le code AFEP-MEDEF, recommandent aux sociétés de prendre en compte des critères qualitatifs ou non financiers.

Par ailleurs, 5 codes (Allemagne, Espagne, Italie, Luxembourg et Royaume-Uni) indiquent que les critères de performance doivent prendre en considération les procédures de contrôle interne et de gestion des risques définies par le conseil, ce qui n'est pas le cas du code AFEP-MEDEF.

Enfin, comme recommandé par la Commission européenne, 5 codes demandent que des clauses de restitution de la rémunération variable des dirigeants soient mises en place, ce que ne prévoit pas le code AFEP-MEDEF.

¹²² Recommandation AMF n° 2012-02.

¹²³ Le code allemand ne recommande pas explicitement de mettre en place ce type de clause, mais il est indiqué dans un tableau de rémunération que les sociétés doivent publier les clauses de « claw-back ».

4.7 Le plafond des indemnités de départ

4.7.1 Le cadre européen

La Commission européenne prévoit, dans sa recommandation précitée de 2009, que « *les indemnités de fin de contrat ne devraient pas dépasser un montant fixé ou un nombre déterminé d'années de rémunération annuelle, qui ne devrait généralement pas dépasser deux années de la composante non variable de la rémunération ou son équivalent.* »

4.7.2 L'analyse des codes de gouvernement d'entreprise

Pays	Le code fixe-t-il un plafond d'indemnités de départ ?	Plafond d'années de rémunération versées dans l'indemnité de départ	Composantes de rémunération prise en compte dans le calcul de l'indemnité de départ
Allemagne	Oui (règle 4.2.3)	2	Rémunération totale
Belgique	Oui (disposition 7.18)	1	Fixe + variable
Espagne	Oui (recommandation 64)	2	Fixe + variable
Finlande	Oui (recommandation 46)	2	Fixe
France	Oui (recommandation 23.2.5)	2	Fixe + variable
Italie	Non	NA	N/A
Luxembourg	Oui (recommandation 8.2, ligne de conduite 3)	2	Fixe
Pays-Bas	Oui (Principe II.2)	1	Fixe
Royaume-Uni	Non	N/A	N/A
Suède	Oui (règle 9.9)	2	Fixe

Source : AMF

Tous les codes consacrent des développements relatifs aux indemnités de départ des dirigeants.

Règles du plafond d'indemnité de départ

Plusieurs approches ont été choisies, et doivent être lues à la lumière des dispositions relatives à la situation juridique des dirigeants des pays de l'échantillon, notamment de l'existence (ou non) de contrats de travail¹²⁴ :

- en Italie, le code prévoit que les indemnités de départ ne doivent pas excéder un montant prédéfini ou un nombre d'années de rémunération annuelle, sans toutefois préciser le nombre d'année(s) à retenir (critère C.6.1) ;
- au Royaume-Uni, le code de gouvernement d'entreprise recommande au comité des rémunérations d'examiner attentivement, lors de la nomination des dirigeants, quelles rémunérations ils percevraient en cas de départ anticipé (provision D.1.4). De plus, le code indique que la durée de la période de préavis des dirigeants doit être fixée au maximum chaque année. Jusqu'en 2013, le rapport annuel devait comprendre des détails sur tous les contrats des dirigeants dont la période de préavis était supérieure à un an ou qui contenaient des dispositions pour les indemnités de départ prédéterminées qui excédaient un an de salaire et avantages (*Listing Rule* 9.8.8 (8)). Cette disposition a été supprimée car les règles relatives à la rémunération des dirigeants des sociétés cotées¹²⁵ du *Department for Business, Innovation & Skills*¹²⁶, applicables depuis le 1^{er} octobre 2013, imposent plus largement la transparence de toutes les obligations contractuelles qui ont un impact sur le salaire ou les indemnités pour perte d'emploi ;
- en ligne avec la recommandation précitée de la Commission européenne, 4 codes (Finlande, Luxembourg, Pays-Bas et Suède) prévoient que le plafond est fixé en fonction de la seule

¹²⁴ Ainsi, à titre d'exemple, en Allemagne, les dirigeants disposent de contrats à durée déterminée et touchent l'intégralité des rémunérations jusqu'à l'expiration dudit contrat, les indemnités de départ venant s'ajouter à ce calcul.

¹²⁵ Définies dans le *Company Act* 2006, soit environ 900 sociétés.

¹²⁶ CP13/7 *Consequential Changes to the Listing Rules*.

rémunération fixe. Généralement, l'indemnité ne doit pas dépasser deux ans de rémunération fixe, à l'exception des Pays-Bas où le plafond est fixé à une année de rémunération fixe ;

- dans 4 codes (Allemagne, Belgique, Espagne et France), le plafond d'indemnité de départ est fixé en proportion des rémunérations fixe et variable :
 - o en Allemagne, en France et en Espagne, le code dispose que l'indemnité de départ ne doit pas excéder deux ans de rémunération totale ;
 - o en Belgique, l'indemnité de départ accordée en cas de fin de mandat anticipée n'excède pas 12 mois de rémunération de base et de rémunération variable. Le conseil peut envisager d'accorder une indemnité de départ plus élevée à la suite d'une recommandation du comité de rémunération. Une telle indemnité de départ est toutefois limitée à 18 mois de rémunération de base et de rémunération variable.

Modalités de calcul de l'indemnité

Seulement 2 codes (en Allemagne et en Belgique) précisent les modalités de calcul de la rémunération :

- le code allemand prévoit que l'indemnité doit être calculée sur l'exercice précédent et, si nécessaire, également sur la rémunération totale de l'année en cours ;
- le code belge indique dans une ligne de conduite que « *la composante de la rémunération de base est fondée sur la rémunération mensuelle payée le dernier mois précédant la cessation des fonctions. La composante variable de la rémunération est fixée contractuellement. Elle est basée sur une indemnité variable effectivement payée au cours du contrat. Par exemple, elle peut se fonder sur la rémunération variable de l'année précédente ou sur la valeur moyenne de la rémunération variable payée sur un nombre spécifique d'années précédentes* ».

La recommandation de la Commission européenne sur le plafond de l'indemnité de départ des dirigeants n'est suivie que par la Finlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Suède ; il apparaît que le code AFEP-MEDEF, à l'instar d'autres pays comme l'Allemagne ou l'Espagne, fixe un plafond pour les indemnités de départ moins contraignant. Toutefois, le code AFEP-MEDEF recommande, lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la société ou à une société du groupe, soit par rupture conventionnelle, soit par démission¹²⁷.

Par ailleurs, contrairement aux codes allemand et belge, le code français n'apporte pas de précision sur le calcul des deux années de rémunération.

Dans son rapport annuel, l'AMF s'était déjà posée la question de l'efficacité des règles du code AFEP-MEDEF relatives aux indemnités de départ sans pour autant demander une réduction du plafond. L'AMF a engagé les deux associations professionnelles à mener une réflexion d'ensemble sur les sommes et avantages qui peuvent être versés aux dirigeants à l'occasion de leur départ.

¹²⁷ 10 sociétés de l'échantillon, dont 6 du CAC 40, indiquent avoir un dirigeant qui cumule mandat social et contrat de travail (Rapport de l'AMF de 2014 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants).