

**COLLECTION TRANS EUROPE EXPERTS
VOLUME 4**

**LE CADRE DE LA GOUVERNANCE
D'ENTREPRISE DANS L'UNION EUROPÉENNE**

**Réponse à la consultation publique
de la Commission européenne**

sous la direction de
Véronique MAGNIER



**UMR
DE DROIT
COMPARE
DE PARIS**
UNIVERSITÉ PARIS 1 - CNRS
UMR 8103

Société de législation comparée
28 rue Saint Guillaume, 75007 Paris, France
Tél : (33) 1 44 39 86 23
Fax : (33) 1 44 39 86 28
e-mail : slc@legiscompare.com
www.legiscompare.com

Soutien :
Institut Droit Ethique Patrimoine (IDEP)
Université Paris-Sud



Le Code de propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constitue donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de propriété intellectuelle.

© Société de législation comparée – 2012
I.S.B.N. 978-2-36517-001-7

I.S.S.N. 2110-0489

**RÉPONSE DU RÉSEAU
TRANS EUROPE EXPERTS À LA
CONSULTATION PUBLIQUE DE LA
COMMISSION EUROPÉENNE***

**« LE CADRE DE LA
GOUVERNANCE D'ENTREPRISE
DANS L'UNION EUROPÉENNE »
COM(2011) 164 FINAL**

* L'ouvrage proposé constitue la réponse du réseau TEE au Livre vert « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne », telle qu'adressée à la Commission européenne le 25 juillet 2011. Toute réforme ou évolution opérée à une date ultérieure ne figure donc pas dans les analyses qui suivent.

Table des matières

Les contributeurs	7
Préface François TERRÉ	9
PROPOS INTRODUCTIFS	13
RÉPONSE À LA CONSULTATION	23
QUESTIONS D'ORDRE GÉNÉRAL	
Question n°1	27
Question n°2	40
I	
CONSEILS D'ADMINISTRATION	
Question n°3	51
Question n°4	57
Question n°5	63
Question n°6	63
Question n°7	69
Question n°8	71
Question n°9	73
Question n°10	76
Question n°11	82
Question n°12	86
II	
ACTIONNAIRES	
Question n°13	91
Question n°14	91
Question n°15	92
Question n°16	93
Question n°17	94

Question n°18	96
Question n°19	96
Question n°20	98
Question n°21	99
Question n°22	101
Question n°23	103

III

CONTRÔLE ET MISE EN ŒUVRE DES CODES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Question n°24	107
Question n°25	113

BIBLIOGRAPHIE	121
----------------------	------------

LES CONTRIBUTEURS*

Véronique MAGNIER

Professeur à l'Université Paris-Sud

Directeur de l'Institut Droit Ethique Patrimoine

*Membre des pôles Droit des Sociétés et Droit des Marchés financiers de
Trans Europe Experts (TEE)*

Valentine BONNET

*Responsable du Gouvernement d'entreprise et de la Déontologie de
l'Agence française de la gestion financière (AFG)*

Bénédicte FRANÇOIS

Maître de conférences à l'Université de Tours

*Membre du pôle Droit des Sociétés et Droit des Marchés financiers de
Trans Europe Experts (TEE)*

Katrin DECKERT

*Maître de conférences à l'Université Paris 10 et à l'Institut d'études
politiques de Paris (Sciences Po Paris)*

*Membre du pôle Droit des Sociétés et Droit des Marchés financiers de
Trans Europe Experts (TEE)*

Michael HERSKOVICH

Responsable du vote

BNP-Paribas Asset Management

Membre du pôle Droit des Sociétés de Trans Europe Experts (TEE)

Jean-Baptiste POULLE

Avocat, cabinet Freshfields Bruckhaus Deringer

* Les membres de l'équipe souhaitent remercier très vivement Mme C. PRIETO, Professeur à l'École du droit de la Sorbonne de l'Université Paris 1-Panthéon-Sorbonne, Membre de l'IRJS-André Tunc, Centre Sorbonne Affaires et Directeur du pôle Droit de la Concurrence de Trans Europe Experts (TEE), pour les précieux conseils scientifiques prodigués à l'équipe et pour sa relecture attentive de la présente réponse.

PRÉFACE

François TERRÉ*

Il y a plus de quarante-cinq ans, la France se dotait d'une nouvelle loi sur les sociétés commerciales. C'était un anniversaire bien calculé par ses auteurs. La loi fut promulguée le 24 juillet 1966, soit quatre-vingt dix neuf ans après que la loi du 24 juillet sur les sociétés anonymes eût pris effet. Dans l'intervalle, des textes d'importance variable avaient vu le jour, mais tous avaient été plus ou moins marqués par la survenance de scandales financiers ou par l'incidence de circonstances économiques ou politiques troublées.

Tout autre était la situation durant les premières années de la V^e République, à l'époque où celle-ci était encore suivant l'heureuse expression de Jean Carbonnier, la « République consulaire ». Le *Kairos*, disons l'occasion en histoire, s'y prêtait, tandis que les temps troublés de l'après-guerre s'éloignaient et que le contexte du Marché commun devait nécessairement être pris en considération par le législateur français. Déjà, en droit européen, l'on étudiait ce que pourrait être la société de type européen. Déjà l'on s'interrogeait, dans une Europe à six, sur ce que pourrait être un droit modernisé des sociétés commerciales.

La nouvelle loi française fut élaborée en relation avec certaines aspirations communautaires, par exemple au sujet de la jouissance de la personnalité morale, d'une certaine chasse aux nullités, nuisibles en termes d'économie générale, ainsi que dans le cadre de la constitution des sociétés et de déclaration de conformité initiale de celles-ci. L'esprit qui inspirait la loi nouvelle semblait contrebalancer, en termes de structure, ce qui caractérisait alors la Constitution de la V^e République : alors que celle-ci eut pour objet d'accroître les pouvoirs de l'exécutif, la loi de 1966 tendit à renforcer ceux des actionnaires, en tant que tels et surtout en assemblées.

En outre, sans que l'on connût bien à l'époque la répartition des entreprises en fonction de leurs dimensions, le traitement des sociétés faisant appel public à l'épargne était précisé. Le mouvement allait être poursuivi en 1967 par la création de la Commission des opérations de Bourse.

* Ancien membre du Cabinet du Garde des Sceaux, Monsieur Jean Foyer, co-rédacteur du projet de loi sur les sociétés commerciales (loi du 24 juillet 1966). Professeur émérite de l'Université Paris 2- Panthéon-Assas. Membre de l'Institut (Académie des sciences morales et politiques).

C'était encore le temps des trente glorieuses. Si, vingt ans plus tôt, James Burnham avait, dans un livre fameux, décrit *L'ère des organisateurs*, si l'attention avait été ultérieurement portée de manière pénétrante par Bloch-Lainé sur *La réforme de l'entreprise*, le développement économique et le mouvement social s'accordaient avec l'esprit de la législation nouvelle. Même si certains auteurs aiguisèrent leurs critiques sur l'absence, dans le droit nouveau, d'une réglementation des groupes de sociétés, l'observation de l'intervalle écoulé depuis 1966 oblige à conclure que, pour l'essentiel, il en va de même aujourd'hui.

Pourtant, que de changements depuis lors ! Assez tôt, des réformes, puis des réformes de réformes sont intervenues, avant puis après l'inclusion des dispositions applicables dans un nouveau Code de commerce. L'esprit dans lequel sont envisagées les règles régissant les sociétés commerciales, cotées ou non, n'est plus le même, surtout celui de sociétés par actions. Dans l'esprit du législateur, l'investisseur importe autant que l'actionnaire, la référence à cette considération n'étant pas étrangère à la survenance de périodes de crises d'ordre monétaire, financier, économique ou social. Dans le même temps, les réformes répétées du droit de la faillite ont, en dépit des euphémismes, caractérisé les années pleureuses en termes de chômage, de croissance, de monnaie, de réserve ou de change.

Au cours d'une réaction qui a inspiré et inspire encore l'élaboration et l'adaptation du droit des entreprises commerciales, c'est encore, à sa manière, d'un problème constitutionnel, disons aussi structurel, qu'il s'agit. Sous le souffle d'un vent d'ouest, en provenance des États-Unis et de la « *corporate governance* », la gouvernance d'entreprise a retenu la Commission de Bruxelles et « l'inflexion des finalités de la gouvernance » dans les sociétés considérées de l'Union européenne.

Dans les propos introductifs de la présente réponse du réseau *Trans Europe Experts* à la Consultation publique de la Commission européenne (Livre vert, Com. 2011, 164 final), l'axe de la réflexion ainsi initiée comprend un passage essentiel qui doit être cité (4-2) : « Plutôt que de viser à redonner un pouvoir aux actionnaires, pouvoir qu'ils n'ont jamais véritablement eu dans bon nombre de pays d'Europe, l'objectif d'une bonne gouvernance est de créer de la valeur pour le profit de tous (les actionnaires et les parties prenantes de l'entreprise), ce qui suppose la prise en compte de l'ensemble des intérêts dont les entreprises sont garantes ».

L'observation retenue et favorisée caractérise un tournant, déjà constaté, mais de plus en plus essentiel, dans la structure et le fonctionnement des sociétés commerciales. Elle rejoint une évolution importante des droits positifs en général, du droit français en particulier, sur le terrain de la connaissance des marchés, en général et en particulier, de leur régulation et de l'instauration de codes de bonne conduite, spécialement

dans les conseils d'administration et les conseils de surveillance des sociétés commerciales. À ce propos, l'apparition de codes de gouvernement d'entreprise, dans la plupart des pays d'Europe, rejoint une préoccupation majeure de notre temps sur les formes et les degrés de la force normative (v. *La force normative, naissance d'un concept*, dir. C. Thibierge, LGDJ, Bruylant, 2009).

De ce choix d'un mode de gouvernance découle une préférence délibérée par rapport à un texte européen de caractère classique et juridiquement contraignant ou à des lois nationales uniformes. On peut d'ailleurs observer au passage que l'extension à vingt-sept États, dont au moins à vingt-sept droits de l'ensemble considéré, suffirait, du côté du seul bon sens, à expliquer le recul des ambitions unitaires irréalistes. Mais, au-delà de cette évidence, la matière juridique considérée appelle une souplesse particulière en termes de réactivation concrète, réaliste et effective, liée tout particulièrement à la taille des entreprises, ainsi qu'aux orientations et aux standards de comportement.

Cela ne saurait suffire si l'entreprise menée ne s'accompagnait pas de réponses précises et remarquablement étayées, y compris en droit comparé, et relatives tant aux conseils d'administration qu'aux actionnaires. Autant de questions essentielles : sur les rôles des présidents de conseil d'administration et de directeur général, sur le recrutement des administrateurs, sur la parité hommes-femmes dans les sociétés cotées, sur le cumul des mandats, sur le recours à un contrôle externe, sur les rémunérations, sur les risques d'entreprise. À vrai dire, nombre de ces sujets ne datent pas d'aujourd'hui. Mais le contexte dans lequel ils sont envisagés a bien évolué depuis au moins un demi-siècle.

Au sujet, plus précisément, des actionnaires, le refoulement relatif des préoccupations antérieures, tenant à la seule distinction des contrôleurs et des seuls titulaires d'actions, est plutôt supplanté par la prise en compte des variétés des comportements des investisseurs. D'où l'attention portée sur « un court-termisme » inapproprié, sur les gestionnaires d'actifs et de portefeuilles à long terme, sur les stratégies de gestion, sur la publication et la gestion des conflits d'intérêts, sur la coopération entre actionnaires, sur les agences de conseil en vote, sur la coopération entre investisseurs, sur la situation des actionnaires minoritaires, sur la participation des salariés au capital.

Prolongées par des considérations relatives au contrôle et à la mise en œuvre des codes de bonne conduite, les réponses du réseau *Trans Europe Expert* sont fort suggestives, réalistes et constructives. À tel point qu'on peut se demander si, en dépit de leur vocation européenne, elles n'auraient pas la même signification dans le cadre du seul droit français, et ce dans l'esprit et le cadre d'un droit plus contraignant que le seul droit souple (*soft law*). On

comprend bien, il est vrai, la force supérieure d'une action convergente et communautaire. Mais ce dernier mot fait aujourd'hui problème puisque, dans le cadre de l'Union européenne, le langage juridique doit évoluer. Quel vocable choisir alors pour qualifier la réglementation nouvelle ? *Unitaire* serait inexact. *Unioniste* aurait une connotation politique particulière et le néologisme *unional* suscite, pour l'heure, des résistances.

PROPOS INTRODUCTIFS

1. Présentation du groupe ad hoc constitué au sein de Trans Europe Experts (TEE)

Constituée en 2009, Trans Europe Experts est une association qui entend promouvoir la participation active des juristes français, universitaires et praticiens, en lien avec leurs collègues et partenaires européens, aux discussions sur l'élaboration et la mise en œuvre du droit de l'Union. Elle regroupe 19 pôles de compétence réunissant un vivier d'experts réactifs et soucieux de jeter des passerelles entre les cultures juridiques nationales dans l'Union. Les auteurs de cette réponse, réunis dans un groupe de réflexion *ad hoc*, appartiennent pour la plupart au pôle Droit des sociétés et au pôle Droit des marchés financiers. Le point de vue d'associations professionnelles, comme l'Association française de gestion, a été également pris en compte en raison de la participation de l'un de ses membres au sein du groupe *ad hoc*.

2. Méthodologie de la réponse TEE

Le parti adopté, au regard du laps de temps accordé et de l'ampleur du champ d'étude, a été de s'attacher au droit positif français dans ses techniques de mise en œuvre du droit de l'Union et dans son potentiel naturel de créativité et/ou d'adaptation. Les membres du groupe de réflexion *ad hoc* n'ont cependant pas travaillé dans un esprit de repli sur la culture juridique française puisqu'ils se sont ouverts à des expériences pratiquées en Europe et au-delà, notamment aux États-Unis, au Brésil ou encore en Australie. Ils ont tenu à approfondir l'état de réception dans l'ordre juridique interne français des objectifs de l'Union en matière de gouvernance d'entreprise et les pistes en vue d'une meilleure adéquation aux objectifs assignés par les textes européens.

3. Destinataires des réflexions proposées

Les membres de ce groupe, dans la tradition de Trans Europe Experts, souhaitent susciter l'intérêt de divers interlocuteurs. La Commission européenne est bien évidemment la première destinataire de ces réflexions, puisqu'elle est l'auteur de cette consultation publique. Mais les institutions européennes ne sont pas les seules concernées par l'objectif visant à renforcer la cohérence de l'approche européenne en matière de recours collectifs. La communication de la Commission « Pour une réglementation

intelligente »¹ souligne bien la responsabilité partagée des institutions européennes et des États membres dans la réalisation du programme « Mieux légiférer »². C'est la raison pour laquelle il importe de s'adresser tout autant aux pouvoirs publics français et à tous les acteurs de la scène juridique française, parmi lesquels le législateur, l'Autorité des marchés financiers et les organisations professionnelles, puisque tous ceux-ci, à des degrés divers d'implication, sont destinés à mettre en œuvre les orientations que la Commission retiendra.

4. La gouvernance d'entreprise, objet de la consultation

4.1. Origines lointaines

On situe les réflexions dont est issue la « corporate governance » aux États-Unis, au lendemain de la crise de 1929. L'ouvrage fondateur de Berle et Means, *The Modern Corporation and Private property*³, part du constat que la liquidité croissante des marchés boursiers américains a entraîné une séparation de la propriété du capital et de la gestion, séparation à l'origine d'une concentration excessive des pouvoirs dans les mains des *managers*. D'où l'idée de rééquilibrer les pouvoirs au profit des actionnaires, de mieux encadrer les *managers* pour qu'ils fassent primer l'intérêt général de la firme sur leurs intérêts égoïstes⁴.

Le modèle économique de la théorie de l'agence sur lequel s'établit ces prémices, développé à partir des travaux de Jensen et Meckling⁵, a conduit à affirmer la supériorité du pouvoir actionnarial, l'intérêt des actionnaires étant devenu la priorité – et avec lui la primauté de la « valeur actionnariale » –, au point de confondre cet intérêt avec celui de la société, l'intérêt social. Et pour veiller à la protection de l'intérêt de l'actionnaire, seul un marché actif et compétitif semblait pouvoir parvenir à un traitement optimal de l'information, destinée à être intégrée de la manière la plus juste dans la valeur de l'action, au détriment de toute réglementation. Ces analyses américaines furent suivies en Europe, justifiant que la Commission ne procède, en matière de gouvernance, que par le biais de recommandations.

¹ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, *Une réglementation intelligente au sein de l'Union européenne*, COM(2010) 0543 final.

² Parlement européen, Conseil et Commission, *Accord institutionnel : « Mieux légiférer »*, (2003/C 321/01).

³ A. A. BERLE et G. C. MEANS, *The modern corporation and private property*, 1^{ère} édition en 1932, révisée par les auteurs en 1967, Harcourt, Brace & World, Inc. New York, 1968.

⁴ A. REBÉRIOUX, « Gouvernement d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise - Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, dir. V. MAGNIER, LGDJ, 2010, p. 3.

⁵ M. JENSEN et W. MECKLING, « Theory of the firm : Managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, n° 3, p. 305.

4.2. *L'inflexion des finalités de la gouvernance des sociétés de l'Union Européenne*

Plusieurs facteurs, tant d'ordre conjoncturel que plus général, poussent aujourd'hui la Commission européenne à s'interroger sur l'état des pratiques en matière de gouvernance des sociétés dans un but tant micro que macro-économique, en vue de rétablir la confiance au sein du marché unique, vis-à-vis des actionnaires mais également de toutes les parties prenantes de la société en général⁶.

La crise financière mondiale de la fin des années 2000 constitua un premier révélateur des limites du système actuel de gouvernance des établissements financiers. La crise économique qui a suivi cette crise financière a ensuite fragilisé l'ensemble des économies, tous secteurs confondus. Sans remettre en cause les fondamentaux de la gouvernance des sociétés de droit privé, cette période d'après-crise est l'occasion de s'inquiéter des évolutions de la gouvernance, laquelle n'est pas figée par nature.

Des études d'éminents auteurs ont, en parallèle, aidé à mesurer en quoi les structures d'actionariat des sociétés avaient un impact important sur la gouvernance et la performance des sociétés, révélant que les solutions s'imposant aux sociétés américaines n'étaient pas nécessairement identiques à celles à préconiser pour les sociétés des pays d'Europe, à l'actionariat souvent plus concentré⁷. Pour prendre le seul cas français, pour lequel 1/3 des entreprises cotées sur un marché réglementé ont un actionariat dispersé contre 2/3 d'entreprises à dominante familiale, il apparaît que seul le premier tiers est véritablement préoccupant, les sociétés familiales étant traditionnellement mieux gérées et plus performantes⁸.

Les pratiques de la gouvernance sont donc à revisiter à la lumière de ces éléments conjoncturels et généraux, et en tout premier lieu les finalités qu'il lui incombe de rechercher.

Désormais, des *objectifs de plus long terme* doivent être assignés à la gouvernance, correspondant mieux à la défense d'un intérêt social déconnecté du seul intérêt des actionnaires. « Poser en principe que le gouvernement d'entreprise doit favoriser la création de valeur, c'est tout simplement affirmer qu'il doit faire en sorte que les organes sociaux agissent conformément à la *boussole* de l'intérêt social... Précisément, la création de valeur suppose la durée : c'est ce qui distingue

⁶ Vers un Acte pour le marché unique - Pour une économie sociale de marché hautement compétitive, COM(2010) 608 final/2.

⁷ A. SHLEIFER et R. VISHNY, « A survey of Corporate governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, juin 1995, pp. 737-783.

⁸ D. SRAER et D. THESMAR, « Performance and behavior of family firms : evidence from the French stock market », *Journal of European Economic association*, juin 2007, (4), pp. 709-751.

fondamentalement l'intérêt social de l'intérêt de l'actionnaire qui n'attend de son investissement qu'une plus-value à court terme ou le versement d'un dividende »⁹. C'est en ce sens qu'œuvrent aujourd'hui les tenants de la *stakeholder value*¹⁰, et probablement, demain, ceux de la *shared value*¹¹, en vue de reconsidérer la vision stratégique des entreprises et de ne plus faire reposer leur création de valeur uniquement sur leurs performances financières, mais sur leur contribution à la société dans son ensemble.

Plutôt que de viser à redonner un pouvoir aux actionnaires, pouvoir qu'ils n'ont jamais véritablement eu dans bon nombre de pays d'Europe¹², l'objectif d'une bonne gouvernance est de créer de la valeur *pour le profit de tous (les actionnaires et les parties prenantes de l'entreprise)*, ce qui suppose la prise en compte de l'ensemble des intérêts dont les entreprises sont garantes. Les auteurs du Livre vert, objet de la présente consultation, ne s'expriment pas autrement quand ils reprennent à leur propre compte les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE. Ces derniers définissent en effet la gouvernance d'entreprise comme étant « le système de direction et de contrôle des entreprises » et comme « un ensemble de relations entre la direction de l'entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires, et ses autres parties prenantes »¹³.

Or, dans la société anonyme, *les garants de l'intérêt social sont les conseils d'administration et de surveillance*. Les actionnaires ne sont pas investis d'une telle mission. Ils peuvent, légitimement, voter dans le sens de leurs intérêts égoïstes, par exemple en décidant le versement d'un dividende élevé, quand bien même ce versement entraverait le développement de la société. *Les conseils d'administration et de surveillance, protecteur de l'intérêt social, sont donc le pivot d'une bonne gouvernance d'entreprise*. C'est d'ailleurs au bon fonctionnement du conseil d'administration que le rapport Cadbury de 1992, précurseur des codes de gouvernement en Europe, ou encore le premier comité présidé par M. Viénot en France, avaient consacré leurs réflexions.

⁹ Y. PACLOT, « Le gouvernement d'entreprise, pour quoi faire ? Quelques réflexions en relisant le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise - Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, préc., p. 279.

¹⁰ F.-G. TRÉBULLE, « Stakeholder theory et droit des sociétés », *Bull. Joly* déc. 2006 et janv. 2007.

¹¹ M. E. PORTER et M. R. KRAMER, « Creating shared value », *Harvard Business Review*, janv. févr. 2011 ; adde P. ESCANDE, « RSE : Michael Porter plaide pour la *shared value* », *Les Echos*, 14 mars 2011.

¹² P.-Y. GOMEZ, « Propos conclusifs », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise - Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, préc., p. 290.

¹³ Livre vert, *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union Européenne*, p. 2 ; adde *Principe de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*, 2004, p. 11 : <http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.pdf>

L'émergence d'un *intérêt social largement entendu*, au sens où l'entend la *stakeholder theory*, conduit donc aujourd'hui à renforcer l'ancrage d'un actionariat stable dans le capital des grandes sociétés et invite les dirigeants à adopter une stratégie plus long-termisme. La notion de valeur évolue. Beaucoup plaident pour le renouvellement des instruments de mesure de la croissance. Ce mouvement répond d'ailleurs aux nombreuses études qui démontrent aujourd'hui une corrélation positive entre une meilleure performance des sociétés et l'adoption de stratégies de long terme par leurs dirigeants.

De ces considérations de nature économique, il ne pouvait sortir, au regard de la gouvernance des sociétés concernées, que des contraintes nouvelles, voire des responsabilités nouvelles.

5. Nécessité d'une harmonisation pour rétablir la confiance sur les marchés financiers

Selon de nombreux rapports officiels qui ont fleuri après la crise financière¹⁴, cette dernière a mis en évidence d'importantes lacunes en matière de bonnes pratiques de gouvernance au sein des établissements financiers. Ces mêmes rapports ont montré que, plus largement, certaines sociétés de droit privé n'adoptaient pas toujours de bonnes pratiques de gouvernance (implication insuffisante des conseils, prise de risque élevée, rémunérations excessives...).

À l'échelon national, la France, comme la plupart des pays d'Europe, a, contrairement aux États-Unis, peu légiféré en matière de gouvernance, et ce même après la crise financière. De surcroît, ces mesures ont porté uniquement sur les obligations d'information financière et le renforcement de la transparence, notamment en matière de rémunération des mandataires sociaux, pour les sociétés cotées (v. Réponse *infra*).

Cette intervention relativement limitée des législateurs peut s'expliquer par le fait que la gouvernance des sociétés est plus une affaire de comportements et de relations humaines que de règles et de procédures.

Mais le droit ne se réduit pas à la loi. Il ne se réduit pas non plus aux sources formelles. L'émergence de *codes de gouvernement d'entreprise dans la plupart des pays d'Europe*, dont les recommandations affichent une certaine convergence d'un État à un autre¹⁵, illustre bien la nécessité, dans nos sociétés post-modernes, d'admettre la coexistence de la *hard law* et de la *soft law*, et de considérer que ces codes constituent du droit souple. L'objection selon laquelle ces codes ne contiennent que des

¹⁴ V. par ex., *The Corporate Governance lessons from the Financial crisis*, OCDE, févr. 2009.

¹⁵ K. HOPT, « Comparative corporate governance : the state of the art and international regulation », *The American journal of comparative law*, vol. 59, 2011, 1.

recommandations dénuées de tout caractère obligatoire doit être écartée, car une norme dotée d'une *valeur* normative faible, simplement « recommandatoire », peut avoir une *portée* normative extrêmement forte, dès lors qu'elle est perçue comme obligatoire par ses destinataires »¹⁶.

C'est cette portée qu'il conviendra de renforcer en matière de gouvernance, dans la mesure où les codes présentent de *nombreux avantages par rapport à la loi*. Ils constituent le niveau normatif le plus adapté à des règles de comportement, même si leur force normative leur est encore bien souvent contestée. Parmi les avantages des codes, on citera les plus évidents :

- le processus d'élaboration de leurs recommandations est simple et rapide¹⁷ ;
- ils sont plus « réactifs » à la conjoncture économique ;
- leur champ d'application est à géométrie variable et ils sont modulables en fonction de la taille, du statut juridique et de l'actionnariat des sociétés ;
- ils sont plus « responsabilisants » pour les acteurs ;
- ils peuvent être assortis d'un contrôle d'effectivité, par le biais de la règle « *comply or explain* », ce qui leur donne une véritable portée normative.

Sans compter les notations publiées par des organismes spécialisés¹⁸, de sorte que le respect des recommandations des codes est de nature à peser sur les décisions d'investissement.

En revanche, les experts s'interrogent sur l'effectivité de ces codes, et, au premier chef, la pertinence du maintien de l'autorégulation fait l'objet de débats. Le système actuel de la gouvernance d'entreprise de l'Union européenne reste fondé en France sur une auto-régulation par les codes, sur la base de la règle « se conformer ou expliquer », complété le plus souvent par l'autocontrôle¹⁹. La production de normes par ceux-là mêmes qui en sont destinataires apparaît désormais insuffisante. Est-il légitime de continuer à postuler qu'en produisant leurs propres normes les dirigeants seront à même de faire abstraction des conflits d'intérêts dans lesquels ils se trouvent, de

¹⁶ V. l'ouvrage fondamental de C. THIBIERGE et alii, *La force normative, naissance d'un concept*, LGDJ, Bruylant, 2009. L'auteur définit la *portée* normative comme « un aspect de la force normative en lien avec les effets de la norme », l'autre aspect de la force normative étant la *valeur* normative, celle-ci étant liée à la source formelle de la norme ; *adde* C. CHATELIN-ERTUR et St. ONNÉE, « Des forces normatives des codes de gouvernance des entreprises à la puissance normative du paradigme en économie organisationnelle », in *La force normative*, préc.

¹⁷ En France, le code ne fait pas l'objet d'une publication officielle. Il est seulement mis en ligne, opération qui marque, sauf disposition contraire, son entrée en vigueur.

¹⁸ Par exemple, *Governance Metrics International*, *ISS-Corporate Governance Quotient*, Standard & Poors, The Corporate Library ou Deutsche Bank.

¹⁹ En France, l'AFEP et le MEDEF ont prévu d'établir chaque année un rapport sur l'évolution et le suivi des recommandations contenues dans le code.

limiter leurs appétits et de s'imposer des normes de gouvernance raisonnables²⁰ ?

Dans un tel contexte, la Commission se devait donc elle aussi d'entamer une réflexion sur l'efficacité du cadre actuel de la gouvernance des entreprises dans l'Union européenne. C'est ainsi qu'elle a d'abord lancé, en juin 2010, une consultation publique sur son Livre vert « Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération » (COM(2010)284 final), suivi du Livre vert « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne », objet de la présente consultation publique.

6. Orientations principales proposées dans la présente réponse

Au vu de ces remarques préliminaires, l'orientation générale de la réponse sera double.

D'une part, elle suggère que la faveur soit donnée à l'élaboration d'un mode souple d'intervention en matière de gouvernance, ce qui revient à privilégier la voie des codes de bonne gouvernance par rapport à un texte européen ou à une loi nationale comportant des règles substantielles détaillées s'appliquant uniformément aux sociétés de tous les États membres, au risque d'être impraticables.

En revanche, et d'autre part, elle préconise un perfectionnement des codes de gouvernance et de leur mise en œuvre, ainsi qu'un élargissement de leur champ d'application.

Ces améliorations passent par différentes mesures concrètes à prendre à l'échelon de l'Union Européenne :

1°) Il conviendrait, en premier lieu, d'apporter des améliorations au Code de gouvernance de référence applicable aux sociétés d'un État membre

- Quant à sa source, celle-ci devrait permettre au code d'acquérir une légitimité incontestable afin qu'il s'impose comme le seul code de référence.

- Afin de servir un intérêt social élargi et non seulement tourné vers l'intérêt des seuls actionnaires, le code devrait intégrer l'intérêt de toutes les parties prenantes, quand bien même cela serait à des degrés divers.

- Sur la forme, il devrait être exigé que les recommandations du code soient précédées d'un titre préliminaire, énonçant des principes directeurs, avant de présenter sous forme ordonnée et rationnelle les dispositions qu'il formule. Les formules creuses devraient en être bannies, de même que les standards trop souples et peu précis. Plusieurs niveaux de principes et de

²⁰ Y. PACLOT, « La juridicité du Code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. Soc.* 2011, 395.

recommandations devraient être prévus par ce code, afin d'en faciliter le respect par les sociétés concernées.

2°) *L'assurance devrait, en second lieu, être donnée que l'effectivité des principes formulés par ces codes soit garantie, sous le contrôle d'une autorité publique.*

On peut craindre, en effet, un risque d'application formelle des recommandations contenues dans les codes, tenant au fait que, pour la plupart, elles échappent à la contrainte étatique directe. Un contrôle effectif et rigoureux de bonne mise en œuvre du code est donc indispensable. L'autorité publique chargée de ce contrôle peut être différente selon les traditions étatiques. Il est possible de songer, pour la France, à l'autorité de marché, laquelle est déjà compétente pour apprécier annuellement les mesures prises par les sociétés cotées en matière de bonne gouvernance. Une plus grande implication ou participation des actionnaires, destinataires de la déclaration des dirigeants sur les pratiques de bonne gouvernance, pourrait également être envisagée. *L'effectivité de la règle « comply or explain » comme véritable régulateur des comportements des dirigeants de sociétés de l'Union Européenne devrait être renforcée.*

3°) *Il faudrait, en troisième lieu, prévoir un périmètre d'intervention élargi des règles de gouvernance, mais modulées selon la taille des entreprises.*

Toutes les sociétés devraient en effet adopter des règles de bonne gouvernance. Mais le degré d'exigence et la nature de ces pratiques pourraient différer selon l'importance des sociétés. Une modulation de ces exigences devrait donc être prévue.

7. Niveau d'intervention préconisé

S'agissant de règles de comportement, la gouvernance des entreprises participe à la *soft law* dont il a déjà été souligné qu'elle était revêtue d'une *portée normative* certaine, à défaut d'avoir *valeur normative* (v. *supra*, pt. 5). Adopter une approche tatillonne, à travers des textes réglementaires ou des directives, paraîtrait ici contreproductif, dans la mesure où souplesse, réactivité et adaptabilité sont les atouts clés des codes de gouvernance.

Il n'est pas moins indispensable d'éviter que ces codes restent *lettre morte*, ce qui constitue un risque réel tant qu'un *contrôle effectif* ne sera prévu, soit pour en faire une application conforme, soit pour s'en écarter de manière justifiée. Les opérateurs économiques doivent donc être contraints de rendre des comptes sur la conformité aux règles de gouvernance et la mise en œuvre de la règle « se conformer ou expliquer », encore mal maîtrisée, doit être améliorée.

S'il faut pour les opérateurs justifier de leur écart, encore convient-il que ce soit par rapport à un objectif commun, à une politique générale de

gouvernance. Il semble, dès lors, indispensable que des textes tels que des *communications de la Commission posant une politique générale de l'Union, des orientations, des standards de comportement* soient mis en œuvre. Ce type d'armatures, très présent en droit européen de la concurrence et bien intégré par la Cour de justice en termes de valeur normative, pourrait utilement être sollicité²¹. De tels instruments, appliqués à des règles de nature comportementale comme celles de gouvernance, pourraient offrir un cadre général d'analyse utile et, à terme, contribuer à instaurer une véritable culture de la gouvernance chez les opérateurs économiques européens. Sans compter que ces instruments s'inscrivent dans la nouvelle politique de régulation, adoptée depuis une quinzaine d'années, par la Commission européenne²².

Une intervention à l'aide de textes de coordination²³ est en définitive préconisée, afin de parvenir à une culture de gouvernance harmonisée en Europe, et que les codes de gouvernance acquièrent une portée normative incontestable, à défaut d'être revêtus d'une réelle valeur normative. La réponse apportée ci-dessous précise, dans le détail, les améliorations susceptibles d'être apportées par la Commission européenne en matière de gouvernance.

²¹ L. IDOT, « À propos de l'internationalisation du droit, Réflexions sur la *soft law* », *Mélanges en l'honneur d'Hélène Gaudemet-Tallon*, 2007 ; *adde* L. BOISSON de CHAZOURNES, « Policy Guidance and Compliance : The World Bank Operational Standards » ; E. BERNARD, *La spécificité du standard juridique en droit communautaire*, Bruylant, 2010, 650 p. (thèse). À l'inverse, on le constate dans différentes branches du droit, l'approche tatillonne à travers des règlements ou des directives produisent de la complexité, laquelle peut conduire à échapper aux objectifs poursuivis ; *adde* S. RIALS, « Les standards, notions critiques du droit », in *Les notions à contenu variable en droit privé*, dir. C. PERELMAN, Bruylant, 1984, pp. 39-53.

²² L. SENDEN, « Soft-law, self-regulation and co-regulation in European law : where do they meet ? », *Electronic journal of comparative law*, vol. 9.1, janv. 2005.

²³ Sur la notion de coordination en Europe, v. V. MAGNIER, *Rapprochement des droits dans l'Union européenne et viabilité d'un droit commun des sociétés*, LGDJ, t. 317, 1999.

