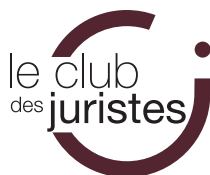


DÉCEMBRE 2017

RAPPORT

COMMISSION DIALOGUE ADMINISTRATEURS-ACTIONNAIRES



COMMISSION AD HOC

COMMISSION DIALOGUE ADMINISTRATEURS-ACTIONNAIRES

RAPPORT DU CLUB DES JURISTES

Commission ad hoc
DÉCEMBRE 2017

Composition de la Commission

PRÉSIDENT :

Bertrand Fages, Professeur à l'Ecole de droit de la Sorbonne,
Université Paris I (Panthéon-Sorbonne)

MEMBRES :

Louis Barbier, Consultant indépendant en Proxy Solicitation & Corporate
Governance,

Benjamin Kanovitch, Avocat, Bredin Prat,

Cédric Laverie, Responsable Corporate Governance, Amundi,

Philippe Relland-Bernard, Directeur général, Affaires juridiques
et réglementaires, Edenred,

Laurent Sacchi, Secrétaire du conseil d'administration, Danone,

David Zeitoun, Directeur juridique, Unibail Rodamco.

SECRÉTAIRE DE COMMISSION :

Samuel François, Attaché Temporaire d'Enseignement et de Recherche,
Université Paris I (Panthéon-Sorbonne)

Liste des personnes auditionnées ou consultées

Léo Apotheker, Schneider Electric, Vice-Président du conseil
et administrateur référent

François-Régis Benoït, AMF, Directeur de la division de la régulation
des sociétés

Sophie Bosquet, Danone, Corporate General Counsel

Odile de Brosses, Afep, Directrice juridique

Jérôme Brouillet, Direction générale du Trésor, Chef du bureau
« Stabilité financière, comptabilité et gouvernance des entreprises »

Besma Boumaza, Accor Hotels, General Counsel,
Corporate & compliance

Loïc Dessaint, Proxinvest, Directeur général

Édouard Dubois, BlackRock, Vice-président

Pascal Durand-Barthez, Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise,
Secrétaire général

Elsa Fraysse, Rothschild & Cie, Gérant

François Funck-Brentano, Lazard, Associé

Cordula Heldt, Deutsches Aktieninstitut, Head of Section Corporate
Governance and Company Law

Michael Herskovich, BNP Paribas Asset Management

Benoît Humeau, La Banque Postale, Gérant-Analyste ISR
et Développement Durable

Nicolas Huet, Eurazeo, Secrétaire général

Sandy Jaunet, Bic, Responsable juridique – droit des sociétés et droit boursier

Bernard Kuhn, LVMH, Directeur juridique

Paul Lee, Aberdeen Asset Management

Dov Lévy, Akka Technologies, Directeur des relations investisseurs et du corporate development ; membre du CLIFF

Gilles Mentré, Lazard, Associé

Colette Neuville, ADAM, Présidente ; Eurotunnel, administratrice référente, présidente du comité des rémunérations et membre du comité d'audit ; Atos, administratrice

Jean-Florent Rérolle, IFA, membre fondateur

Catherine Salmon, ISS, Responsable de la recherche en matière de gouvernance

Joëlle Simon, MEDEF, Directrice juridique

Christian Schrike, ANSA, Président

Philippe Sumeire, Seb, Directeur juridique

Greg Taxis, LLC, Spotlight advisors

Sébastien Thevoux-Chabuel, Comgest, Responsable de la recherche ESG

Patrick Thomas, Renault, Administrateur

Isabelle Trémeau, ANSA, Secrétaire générale

Jérôme Vitulo, MEDEF, Président du comité droit des sociétés, droit boursier, gouvernement d'entreprise ; SAFRAN, secrétaire du conseil d'administration

François Wat, Rothschild & Cie, Associé Gérant

Caroline Weber, Middlesnext, Directrice générale

Catherine Zeller, Euler-Hermès, General counsel in charge of Group Legal and Compliance

Harlan Zimmerman, Cevian, Senior partner

Avant-propos

Au moment où le Gouvernement lance un Plan d'action pour la croissance et la transformation de l'entreprise et où le droit des sociétés va peut-être connaître des modifications substantielles – surtout, si l'on va jusqu'à réformer le contrat de société dans sa définition même ! –, n'est-ce pas se tromper de sujet et de priorité que de réfléchir au dialogue administrateurs-actionnaires ? Ce dialogue, qui implique directement le conseil ou l'un de ses membres, apparaît en effet de prime abord relativement marginal :

- il est beaucoup plus balbutiant que celui, désormais bien rodé, que les dirigeants exécutifs des sociétés cotées, au nom de ces dernières, nouent déjà avec les différentes catégories d'actionnaires – et en particulier avec les grands investisseurs à l'occasion de divers *road shows* ou rencontres ;
- il se développe de façon informelle en marge des assemblées générales et en complément de la documentation écrite que les émetteurs (et aujourd'hui les conseils eux-mêmes) doivent fournir sur le gouvernement d'entreprise ;
- il n'est pas envisagé par le droit dur, à peine par le droit souple ;
- et, qu'on le pratique ou le refuse, aucune espèce de conséquence juridique immédiate ne semble s'y attacher.

À l'issue de ses travaux, notre Commission a pourtant acquis la conviction que le thème du dialogue administrateurs-actionnaires n'est pas un phénomène de mode passager, ni un sujet granulaire. Il touche à cette relation étroite et naturelle qui peut se nouer – d'une façon plus fiduciaire que financière, plus comportementale que paperassière, plus régulière qu'intermittente, plus calme qu'agitée – entre des administrateurs et des actionnaires que réunit une préoccupation commune : celle de l'engagement.

Introduction

Les acteurs de marché, tant à l'international qu'en France, multiplient les appels en faveur d'une meilleure communication entre la société et les actionnaires, avec l'idée qu'une rénovation du dialogue pourrait intervenir par le biais d'un développement des échanges avec les administrateurs.

Ce mouvement peut être mis en perspective avec l'adoption de la directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires – directive que les législateurs nationaux ont encore à ce jour quelques mois pour transposer.

Cette directive exprime le souhait d'une « *plus grande implication des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise [qui] est un des leviers pouvant contribuer à améliorer les performances tant financières que non financières des sociétés*¹ ». Elle s'inscrit dans le prolongement de la communication du 12 décembre 2012 intitulée « *Plan d'action sur le droit européen des sociétés et la gouvernance d'entreprise — Un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises* », dans laquelle la Commission européenne avait annoncé plusieurs initiatives dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, notamment en vue d'encourager l'engagement à long terme des actionnaires et d'accroître la transparence entre les sociétés et les investisseurs.

À cette implication des actionnaires, qui apparaît à certains égards comme nouvelle, du moins s'agissant de certaines catégories d'investisseurs institutionnels, répond l'implication du conseil d'administration.

(1) Considérant 14 de la directive 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

En France, il est acquis que le conseil d'administration doit être impliqué dans la relation avec les actionnaires et plus largement les investisseurs, puisqu'il lui appartient de contrôler l'information qui leur est délivrée. Ce rôle a été consacré par le rapport Viénot I puis le Code Afep-MEDEF.

Extraits du rapport Viénot I (1995)

« En exerçant ses prérogatives légales, le conseil d'administration remplit selon le Comité une quadruple mission : il définit la stratégie de l'entreprise, désigne les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette stratégie, contrôle la gestion et veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes. »

« Au-delà même du strict respect de ses obligations légales à l'égard des actionnaires, le conseil d'administration d'une société cotée est investi d'une responsabilité particulière à l'égard du marché. Sans doute est-ce au président que revient la tâche d'assurer au jour le jour l'information du marché, mais c'est au conseil qu'il appartient d'assumer celle-ci à l'occasion des arrêtés des comptes semestriels et annuels ou de la réalisation d'opérations financières : il doit alors bien entendu veiller à la qualité de l'information, et notamment à sa fiabilité et à sa clarté, afin que les transactions puissent être effectuées de manière équitable. »

§4.1 du Code Afep-MEDEF

« Il appartient à chaque conseil d'administration de définir la politique de communication financière de la société. »

Ce rôle du conseil d'administration dans l'information fournie aux actionnaires est au cœur des débats sur la bonne gouvernance des sociétés cotées. Le principe de transparence a déjà encouragé de nombreuses initiatives pour une meilleure communication de la société envers ses actionnaires, dans l'objectif qu'une relation de confiance se noue entre l'entreprise et l'investisseur. Le fondement du dispositif européen de transparence réside en ce que « *[I]a valeur d'un titre coté dépend largement des informations dont le marché dispose en ce qui concerne la société émettrice et le titre en cause* ² ». L'idée sous-jacente est que le rôle effectif des actionnaires est indispensable à une bonne gouvernance d'entreprise et que l'implication des investisseurs doit être encouragée³.

Mais la documentation normée, engendrée et encadrée par le principe de transparence, et qui intègre désormais des facteurs de gouvernance en plus de l'information financière, ne répond pas toujours suffisamment aux exigences des investisseurs.

Ses limites semblent ainsi avoir suscité l'émergence d'un dialogue pédagogique, qui permet qu'un temps d'explication et d'échange soit pris avec les actionnaires sur certains relevant de l'information publique.

Cette pratique du dialogue avec les actionnaires a ainsi révélé l'intérêt, en parallèle des échanges des investisseurs avec l'exécutif, d'une plus grande implication des administrateurs.

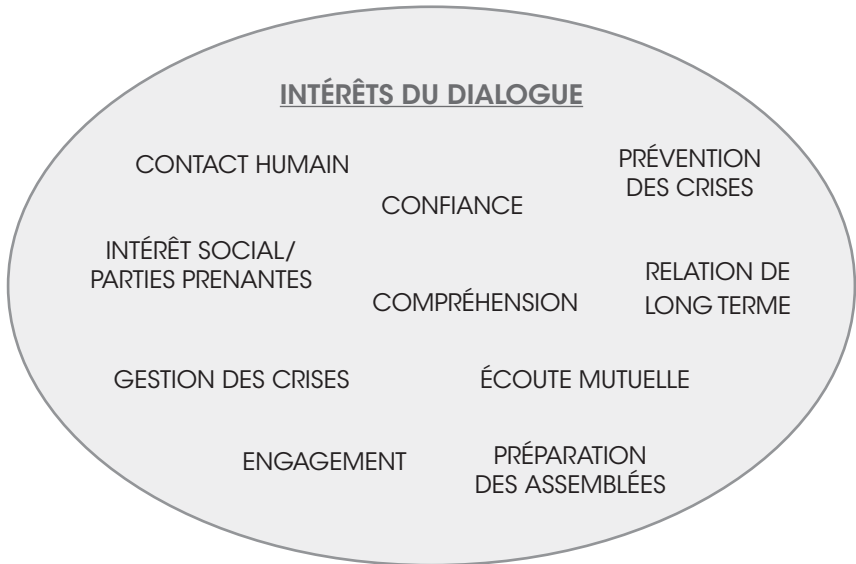
Aujourd'hui, les voix s'élèvent pour que, au-delà de l'encouragement des administrateurs à assister aux assemblées générales d'actionnaires⁴, ceux-ci soient incités à dialoguer directement avec les actionnaires, à l'exemple de ce qui se pratique en Angleterre et désormais aussi de plus en plus aux États-Unis. Ce dialogue permet aux administrateurs de connaître davantage les attentes des actionnaires, leurs intérêts et les causes éventuelles de leur désapprobation. Il permet de gérer en amont

(2) D. Ohl, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd. Litec 2008, n° 86, p. 58.

(3) Le préambule de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées indiquait que « *le contrôle effectif par les actionnaires est un préalable indispensable à un gouvernement d'entreprise sain et il devrait donc être facilité et encouragé* ».

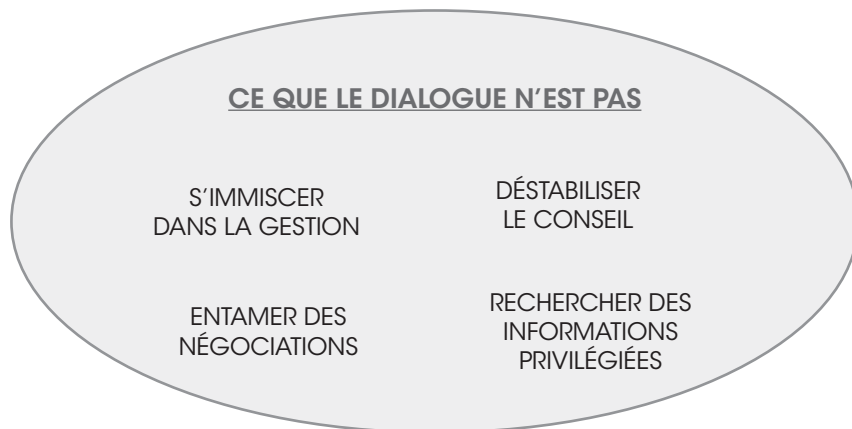
(4) Rapport final de l'AMF sur les assemblées générales des sociétés cotées 2012, proposition 1 bis. V. désormais §19 Code de gouvernement d'entreprise Afep-MEDEF.

les difficultés susceptibles d'engendrer des crises. Aux actionnaires, le dialogue permet notamment de s'assurer du bon fonctionnement du conseil et de son alignement sur la stratégie défendue par le management. Il en résulte une confiance accrue en la société.



Pour être efficace et permettre d'éviter la défiance des investisseurs, encore faut-il que le dialogue entre actionnaires et administrateurs soit crédible et donc de qualité.

Il faut également poser des limites et dire ce que ce dialogue ne recouvre pas. Et ceci dans l'intérêt bien compris des émetteurs, et de leurs conseils et des investisseurs eux-mêmes.



Récemment, dans son dernier rapport d'octobre 2017, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise s'est saisi du sujet du dialogue entre actionnaires et administrateurs, soulignant que « *l'établissement d'un dialogue direct entre les administrateurs et les actionnaires fait l'objet d'une pression croissante de la part des investisseurs institutionnels. Cette demande s'inscrit dans une tendance plus vaste vers leur implication renforcée dans la gouvernance des sociétés*⁵ ».

Face aux incertitudes juridiques régulièrement mises en avant dans ce contexte, le Club des juristes, qui avait déjà partagé ses réflexions et ses recommandations sur la question du renforcement du dialogue entre la société et ses actionnaires en avril 2010⁶, a décidé de créer une Commission sur « Le dialogue entre administrateurs et actionnaires ».

Le présent rapport est le fruit collectif des travaux de cette Commission.

Ces travaux ont consisté à évaluer l'encadrement juridique actuel de ce dialogue (**Partie 1**) et à dresser, sur la base d'auditions et de consultations, un état de la pratique existante (**Partie 2**).

Ils ont permis de déboucher sur la formulation de plusieurs recommandations (**Partie 3**).

(5) Voir Rapport du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, octobre 2017, §3.5.

(6) Club des juristes, Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, avril 2010.

Table des matières

Avant-propos.....	8
Introduction.....	9
PARTIE 1 : L’encadrement juridique actuel du dialogue entre actionnaires et administrateurs	19
I. Cadre juridique existant	19
II. Potentiels obstacles juridiques au dialogue administrateurs-actionnaires	28
1. Représentation légale et hiérarchie des organes sociaux.....	28
2. Collégialité du conseil d’administration	30
3. Confidentialité	32
4. La limite de l’information privilégiée	33
5. Égalité des actionnaires	34
II. Éléments de contexte favorables au dialogue administrateurs-actionnaires	35
1. La promotion de l’engagement à long terme des actionnaires.....	35
2. L’orientation vers le <i>stewardship</i>	38
PARTIE 2 : La pratique existante du dialogue entre actionnaires et administrateurs - les principaux enseignements des auditions et des consultations conduites par la commission.....	40
I. Un dialogue souhaité des deux côtés.....	41
II. Un dialogue déjà largement pratiqué	42
III. Des investisseurs aux profils et aux objectifs variés.....	43

1. Actionnaires de court terme ou de long terme	43
2. Gestionnaires actifs et gestionnaires passifs	44
3. Fonds activistes	44
4. Actionnaires disposant de représentants au conseil	45
IV. Des émetteurs dans des situations différentes	46
1. Sociétés disposant ou non d'un actionnaire de contrôle	46
2. Sociétés de structure moniste ou dualiste	48
V. Contenu du dialogue	48
1. La gouvernance, objet premier du dialogue	49
2. Une frontière difficile à tracer avec la stratégie	50
3. Le lien avec la rse et les parties prenantes	51
VI. Acteurs du dialogue	51
1. Rôle du secrétaire du conseil et du directeur juridique	51
2. La libre détermination de l'administrateur en charge du dialogue	52
3. Un administrateur expérimenté et disponible	53
4. Un administrateur accompagné	53
5. Le président du conseil	54
6. L'administrateur référent	54
VII. Moment et format du dialogue	55
1. En assemblée générale	55
2. Hors assemblée générale	56
3. Hors période de crise/en période de crise	57

VIII. Obstacles pratiques au dialogue.....	58
1. Les ressources des parties au dialogue	58
2. L'intermédiation des agences de conseil en vote et le <i>box ticking</i>	58
IX. Les attentes exprimées	59
1. Inutilité d'une intervention législative	59
2. Conserver la liberté mais obtenir de la sécurité	59
3. La <i>soft law</i> privilégiée.....	61
PARTIE 3 : Synthèse et recommandations	61
ANNEXE 1	64
ANNEXE 2	68
ANNEXE 3	73
ANNEXE 4	79
INDEX.....	81

PARTIE 1

L'encadrement juridique actuel du dialogue entre actionnaires et administrateurs

L'analyse juridique est une première étape obligée de toute réflexion sur le dialogue administrateurs-actionnaires. Elle doit, de façon objective, et sans instrumentaliser le droit dans un sens ou dans l'autre, non seulement poser le cadre juridique existant (I), mais aussi examiner les potentiels obstacles juridiques (II) ainsi que les éléments de contexte favorables à ce dialogue (III).

C'est à cette première étape que s'est attachée la Commission dès le commencement de ses travaux.

I. Cadre juridique existant

Le dialogue entre le conseil d'administration (ou certains de ses membres) et les actionnaires n'est **pas appréhendé par le Code de commerce** qui envisage seulement les échanges que les sociétés cotées peuvent, à certaines occasions limitées, nouer avec leurs actionnaires :

- l'essentiel de la réglementation a pour objet d'encadrer le contenu et les modalités de l'information dite « réglementée » ;

- hors débats en assemblée générale, le seul dispositif permettant aux actionnaires de faire part de leurs interrogations est celui des questions écrites dont le régime est strictement encadré par la loi.

CODE DE COMMERCE

Questions écrites ou orales

Article L. 225-108

« Le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, doit adresser ou mettre à la disposition des actionnaires les documents nécessaires pour permettre à ceux-ci de se prononcer en connaissance de cause et de porter un jugement informé sur la gestion et la marche des affaires de la société.

La nature de ces documents et les conditions de leur envoi ou de leur mise à la disposition des actionnaires sont déterminées par décret en Conseil d'État.

À compter de la communication prévue au premier alinéa, tout actionnaire a la faculté de poser par écrit des questions auxquelles le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, est tenu de répondre au cours de l'assemblée. Une réponse commune peut être apportée à ces questions dès lors qu'elles présentent le même contenu.

La réponse à une question écrite est réputée avoir été donnée dès lors qu'elle figure sur le site Internet de la société dans une rubrique consacrée aux questions-réponses. »

Article R. 225-84

« Les questions écrites mentionnées au troisième alinéa de l'article L. 225-108 sont envoyées, au siège social par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au président du conseil d'administration ou du directoire ou par voie de télécommunication électronique à l'adresse indiquée dans la convocation, au plus tard le quatrième jour ouvré précédant la date de l'assemblée générale.

Elles sont accompagnées d'une attestation d'inscription soit dans les comptes de titres nominatifs tenus par la société, soit dans les comptes de titres au porteur tenus par un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier. »

Article L. 225-232

« Un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5 % du capital social ou une association répondant aux conditions fixées à l'article L. 225-120 peuvent, deux fois par exercice, poser par écrit des questions au président du conseil d'administration ou au directoire sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation. La réponse est communiquée au commissaire aux comptes. »

En dehors de ces obligations légales, les sociétés cotées ont mis en place des dispositifs très variés de relations avec les actionnaires. L'AMF a en effet constaté l'existence d'un grand nombre d'outils de communication à destination des actionnaires individuels⁷ (clubs, comités, réunions, etc.). Le dialogue avec les autres actionnaires (institutionnels, fonds d'investissement, fonds activistes, fonds souverains, actionnariat salarié ou familial, État actionnaire, etc.) poursuit, quant à lui, d'autres voies⁸.

À ce jour, le dialogue entre les actionnaires et les administrateurs ne fait néanmoins l'objet **d'aucune réglementation ou doctrine de l'AMF**. Dans sa recommandation sur les assemblées générales, le dialogue entre les administrateurs et les actionnaires n'est envisagé qu'à travers la proposition consistant à « encourager tous les administrateurs et en particulier ceux ayant des attributions spécifiques, tels que les présidents des comités du conseil et l'administrateur référent, à assister aux assemblées générales d'actionnaire » (Proposition 2)⁹.

(7) AMF, Étude 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination de leurs actionnaires individuels, novembre 2015.

(8) Pour une synthèse des pratiques existantes, voir la Partie 2 « La pratique existante du dialogue entre actionnaires et administrateurs – les principaux enseignements des auditions et des consultations conduites par la Commission ».

(9) Recommandation AMF, Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées – DOC-2012-05, modifiée le 24 octobre 2017.

Le **Code Afep-MEDEF** n'envisage les rapports entre administrateurs et actionnaires que dans le cadre de l'assemblée générale, à laquelle est consacré son paragraphe 5¹⁰. En dehors des assemblées générales, le Code Afep-MEDEF n'envisage la participation individuelle des administrateurs au dialogue avec les actionnaires qu'en tant que « mission particulière » susceptible d'être confiée à un administrateur, notamment un vice-président ou un administrateur référent, en matière de gouvernance ou de « relations avec les actionnaires¹¹ ».

Les **recommandations sur le gouvernement d'entreprise de l'AFG** ne vont pas plus loin que le Code Afep-MEDEF et se cantonnent à la présence des administrateurs à l'assemblée¹². Elles n'abordent pas la question du dialogue entre les investisseurs et les sociétés bien que l'AFG se félicite du renforcement du dialogue dans ses bilans des votes.

(10) L'assistance aux assemblées générales fait par ailleurs partie des devoirs « déontologiques » de l'administrateur (§19 du Code Afep-MEDEF).

(11) §6.3 du Code Afep-MEDEF : « Lorsque le conseil décide de confier des missions particulières à un administrateur, notamment en qualité d'administrateur référent ou de vice-président, en matière de gouvernance ou de relations avec les actionnaires, ces missions ainsi que les moyens et prérogatives dont il dispose, sont décrites dans le règlement intérieur. Il est recommandé que l'administrateur référent soit indépendant. »

(12) Titre 1, A, 7) des recommandations sur le gouvernement d'entreprise de l'AFG : « L'assemblée générale est le lieu où le conseil rend compte aux actionnaires de l'exercice de ses fonctions. La présence des administrateurs ou membres du conseil de surveillance y est donc fortement recommandée ».

RECOMMANDATIONS AMF

Le dialogue permanent entre émetteurs et actionnaire

Proposition n° 1

« Conduire un dialogue permanent entre les émetteurs et les investisseurs, ainsi que ceux qui les conseillent, en amont de la publication par les sociétés de leurs projets de résolutions et postérieurement à l'assemblée générale afin de permettre de résoudre certains points de désaccord concernant la politique de vote des différentes catégories d'actionnaires. L'AMF rappelle en ce sens sa recommandation de mars 2011 sur les agences de conseil en vote ;

Développer de nouveaux échanges après la publication de l'avis de réunion et prendre le temps de la discussion ;

Recevoir, dans la mesure du possible, postérieurement à la tenue de l'assemblée, les actionnaires qui le souhaitent pour discuter des éventuels désaccords portant sur des points importants abordés en assemblée afin d'en tirer, le cas échéant, des enseignements en vue de l'assemblée suivante. »

Proposition n° 2

« Encourager tous les administrateurs et en particulier ceux ayant des attributions spécifiques, tels que les présidents des comités du conseil et l'administrateur référent, à assister aux assemblées générales d'actionnaires. »

CODE Afep-MEDEF
(révisé en novembre 2016)

**Le conseil d'administration et l'assemblée générale
des actionnaires**

« §5.2 L'assemblée générale est un lieu de décision dans les domaines fixés par la loi ainsi qu'un moment privilégié de communication de la société avec ses actionnaires. Elle est non seulement le moment où les organes de direction rendent compte de l'activité de l'entreprise ainsi que du fonctionnement du conseil d'administration et de ses comités spécialisés, mais aussi l'occasion d'un échange avec les actionnaires. »

Dans sa version antérieure, le Code Afep-MEDEF prévoyait que l'assemblée générale dût être « *l'occasion d'un dialogue vrai et ouvert avec les actionnaires* » (V. Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, révisé en novembre 2015, p. 8 – cf. aussi MEDEF, APEP-AGREF, Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, Rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton, septembre 2002, p. 5.).

RAPPORT ANNUEL DU HCGE
(octobre 2017, p. 22 et s.)

**Proposition d'encadrement du dialogue
entre le conseil d'administration et les actionnaires**

« Le Haut Comité considère que la participation des administrateurs au dialogue actionnarial en dehors du cadre de l'assemblée générale tend à devenir une attente des investisseurs. Il recommande cependant que soient prises certaines précautions. Ces recommandations sont les suivantes :

- *il appartient à chaque conseil de s'interroger sur les modalités du dialogue ;*
- *si le mode de gouvernance de la société est une forme de présidence dissociée (ou conseil de surveillance), la mission peut revenir au président du conseil : dans ce cas, elle fait partie des « missions confiées en sus de celles conférées par la loi » qui doivent être décrites conformément au § 2.2 du code Afep-MEDEF ; elle peut également être confiée à un administrateur référent ou vice-président du conseil, voire à un autre administrateur, mais il est souhaitable de ne pas disperser les responsabilités en multipliant les interlocuteurs ;*
- *la personne choisie doit de préférence avoir une expérience de la communication institutionnelle, et recevoir le cas échéant une formation adéquate ;*
- *la mission doit être en premier lieu d'explicitier les positions prises par le conseil dans ses domaines de compétence (notamment en matière de stratégie, de gouvernance et de rémunération des dirigeants), et qui ont fait préalablement l'objet d'une communication ; cela implique une coordination étroite avec le président du conseil si ce n'est pas à lui que la mission est confiée ;*
- *elle peut être ensuite de veiller à ce que les actionnaires reçoivent l'information qu'ils attendent sur la société (et non de fournir cette information) ; cela implique une coordination étroite avec le directeur général ou ses collaborateurs chargés de la relation avec les actionnaires, et les réunions ou contacts téléphoniques doivent sauf exigence explicite des interlocuteurs être conduits en leur présence ;*
- *l'administrateur doit rendre compte au conseil de l'exécution de sa mission. »*

> Comparaison internationale¹³

Au Royaume-Uni, le **UK Corporate Governance Code** établit les grandes lignes du principe du dialogue, tout en laissant le choix des moyens au conseil d'administration et en rappelant la limite de l'égal accès des actionnaires aux informations.

Ainsi certains articles du Code sont-ils expressément consacrés au dialogue entre administrateurs et actionnaires, et plus particulièrement entre les administrateurs non exécutifs et les actionnaires majoritaires, en vue d'une meilleure « *compréhension mutuelle de leurs objectifs*¹⁴ ». Dans ce but, le Code assigne un rôle particulier au président du conseil, qui doit assurer une communication effective avec les actionnaires¹⁵.

Tout en rappelant que les premiers interlocuteurs des actionnaires sont le directeur général et le directeur financier, le Code prévoit que le conseil a la responsabilité de mettre en place un dialogue satisfaisant avec les actionnaires afin que les administrateurs aient connaissance des points de vue et des problèmes soulevés par les actionnaires majoritaires¹⁶.

Aux États-Unis, le **Code de gouvernance NYSE** évoque l'intérêt croissant des actionnaires pour un dialogue direct avec les membres du conseil d'administration et en particulier avec les administrateurs ayant les qualités ou les compétences suffisantes (tels que les membres du comité des rémunérations) pour répondre aux questions spécifiques des actionnaires¹⁷.

(13) Voir pour le détail Annexes 2, 3 et 4.

(14) Section E.1 du Code de gouvernance (voir Annexe 2).

(15) Section A.3 du Code de gouvernance (voir Annexe 2).

(16) Le Code prévoit expressément que les administrateurs non exécutifs peuvent rencontrer les actionnaires majoritaires lors de réunions et que l'administrateur non exécutif « senior » assiste à suffisamment de réunions avec ces actionnaires majoritaires pour comprendre leurs points de vue et inquiétudes. Section E.1.1 du *UK Corporate Governance Code* (voir Annexe 2).

(17) Le Code de gouvernance NYSE suggère par exemple la désignation d'un comité d'administrateurs qui serait un point de contact avec les actionnaires majoritaires, ou encore que les administrateurs soient préparés et entraînés en vue des rencontres directes avec les actionnaires.

Par ailleurs, la SEC (autorité américaine des marchés financiers) considère que l'interdiction de communiquer des informations sensibles non publiques aux investisseurs institutionnels n'empêche pas les administrateurs d'échanger en privé avec des actionnaires tant que ces derniers ne peuvent agir sur les titres sur la base de telles informations (*selective disclosure*). À cet effet, l'autorité américaine suggère de mettre en place certaines mesures spécifiques telles que définir en amont les sujets que l'administrateur peut aborder avec l'actionnaire ou encore la signature d'accords de confidentialité par les actionnaires concernés¹⁸.

En Allemagne, bien qu'il fasse preuve de davantage de prudence en réservant l'intervention dans le dialogue avec les actionnaires au président du conseil de surveillance, le **Code de gouvernance allemand** établit depuis sa réforme du 7 février 2017 que ce dernier « *devrait être disponible, dans des limites raisonnables* » pour discuter avec les actionnaires de sujets qui relèvent de sa compétence¹⁹, sans que cela constitue une obligation²⁰.

(18) SEC, Q.101.11, *Compliance and Disclosure Interpretation: Regulation FD*, June 2010 (voir Annexe 3).

(19) §5.2 du Code de gouvernance allemand (voir Annexe 4). Pour mémoire, les sociétés allemandes ne connaissent que le système dualiste, où la distinction entre le domaine de compétence du conseil de surveillance et celle du directoire est sans doute plus aisée que s'agissant du conseil d'administration et du directeur général.

(20) Communiqué de presse de la Commission du Code de gouvernance allemand, 14 février 2017 (voir Annexe 4).

II. Potentiels obstacles juridiques au dialogue administrateurs-actionnaires

Plusieurs obstacles juridiques sont parfois avancés pour conclure à la difficulté, voire à l'impossibilité, d'un dialogue entre les administrateurs et les actionnaires. Examinons-les tour à tour.

1. Représentation légale et hiérarchie des organes sociaux

Si l'AMF semblait considérer que les dirigeants constituaient le canal naturel de transmission des informations entre le conseil et les actionnaires²¹, elle indique désormais qu'il appartient à chaque société « *de développer les cadres et les outils de relations actionnaires, en fonction de sa stratégie actionnariale et des objectifs qui lui sont assignés*²² ».

Le **principe de hiérarchie des organes sociaux** posé par l'arrêt « Motte²³ » interdit à un organe de la société anonyme d'empiéter sur les compétences propres d'un autre organe. Ce principe constituerait assurément un obstacle à l'établissement d'un dialogue entre le conseil d'administration et les actionnaires si l'on considérait qu'en engageant ce dialogue le conseil d'administration empiétait sur le pouvoir de représentation de la société légalement octroyé au directeur général.

Une telle conception serait néanmoins erronée dans la mesure où le pouvoir de représentation du directeur général est entendu comme un pouvoir externe, s'exerçant à l'égard, non des actionnaires, mais des tiers auprès desquels il s'agit d'engager la société²⁴. Simple échange de mots,

(21) Réponse de l'AMF à la consultation sur le Livre Vert portant sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE du 22 juillet 2011 (question n° 17) : « *L'AMF estime que l'enjeu principal est l'amélioration du dialogue entre les sociétés et leurs actionnaires. Celles-ci pourraient, par exemple, être encouragées à expliquer les motivations de chacune des résolutions. Les dirigeants pourraient également être incités à rendre compte au conseil des principales préoccupations relayées par les investisseurs institutionnels sur les points de gouvernance* ».

(22) AMF, Étude de 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination des actionnaires individuels, p. 15.

(23) Cass. civ., 4 juin 1946, S. 1947, I, 153, note Barbry ; JCP, 1947, II, 3518, note D. Bastian, selon lequel les organes de la société anonyme sont titulaires de pouvoirs légaux qui leur appartiennent en propre sans qu'aucun autre organe ne puisse empiéter sur eux.

(24) Le directeur général a le monopole de la représentation de la société ; il en est son représentant légal (art. L. 225-56 C. com.). V., toutefois, en faveur du pouvoir de représentation du conseil d'administration : J.-F. Carré, « Le pouvoir du conseil d'administration d'engager la société à l'égard des tiers », RJDA, juillet 2007, p. 1171.

le dialogue n'entre pas dans le domaine de la représentation au sens juridique du terme.

Du reste, et même s'il fallait envisager le dialogue en termes de répartition des pouvoirs et des fonctions au sein de la société anonyme, ce dialogue pourrait se rattacher aux **missions légalement attribuées au conseil d'administration** :

- Ce dernier est chargé de déterminer les orientations de l'activité de la société²⁵ conformément à l'intérêt de la société²⁶ et notamment celui de ses actionnaires.
- L'intérêt de la société peut exiger que certaines informations fassent l'objet d'un échange préalable, notamment en vue de favoriser l'adoption de décisions importantes et/ou d'assurer l'approbation de certaines résolutions nécessitant le soutien des actionnaires majoritaires.
- Ces échanges permettent au conseil de se conformer à sa mission de veiller à ce que les actionnaires reçoivent une information pertinente, équilibrée et pédagogique²⁷.
- Ils sont un moyen d'assurer le bon fonctionnement du conseil d'administration.

La compréhension des considérations des actionnaires est d'autant plus légitime que le conseil agit comme **leur représentant** et engage sa responsabilité vis-à-vis d'eux²⁸.

(25) Art. L. 225-35. C. com. V. aussi §1.2 du Code Afep-MEDEF : « *Il détermine les orientations stratégiques de la société* ».

(26) §1.4 du Code Afep-MEDEF : il agit « *dans l'intérêt social de l'entreprise* ».

(27) §4.2 du Code Afep-MEDEF : « *Le conseil veille à ce que les actionnaires et les investisseurs reçoivent une information pertinente, équilibrée et pédagogique sur la stratégie, le modèle de développement, la prise en compte des enjeux extrafinanciers significatifs pour la société ainsi que sur ses perspectives à long terme* » ; cette mission s'exerce de façon continue, et pas seulement à l'occasion de l'assemblée générale.

(28) Rapport Viénot, Le Conseil d'administration des sociétés cotées, juillet 1995 : « *Représentant l'ensemble des actionnaires, le conseil d'administration répond collectivement de l'exercice de ses missions devant leur assemblée générale envers laquelle il assume légalement les responsabilités essentielles* ». V. aussi §5.1 du Code Afep-MEDEF : « *Le conseil d'administration est mandaté par l'ensemble des actionnaires* ».

D'une certaine façon, on pourrait même aller jusqu'à considérer que le devoir de loyauté attaché au mandat des administrateurs, nommés par l'assemblée générale pour agir dans l'intérêt de la société, justifie qu'ils dialoguent avec les actionnaires qui en expriment la demande²⁹.

Sous l'angle de la répartition des fonctions au sein de la société anonyme et des missions qui incombent au conseil d'administration, le conseil est donc fondé à assumer une mission de dialogue avec les actionnaires.

2. Collégialité du conseil d'administration

Le principe de collégialité du conseil d'administration³⁰ implique que les administrateurs ne détiennent, personnellement, **aucun pouvoir propre**³¹. Les décisions du conseil d'administration ne peuvent en effet résulter que d'une délibération suivie d'un vote³².

Si le dialogue avec les actionnaires, notamment sur la gouvernance et le fonctionnement du conseil, était analysé comme un acte de représentation, aucun administrateur ne pourrait prétendre « représenter » le conseil en tant qu'organe collégial, pas même son président³³.

(29) Le devoir de loyauté des administrateurs vis-à-vis de la société est inhérent à leur mission d'agir dans l'intérêt de celle-ci. L'existence d'un devoir général de loyauté des administrateurs vis-à-vis des actionnaires est moins certaine, bien que la jurisprudence ait expressément consacré ce devoir dans le contexte d'opérations réalisées par un « dirigeant » dans son intérêt personnel en particulier à l'occasion du célèbre arrêt « Vilgrain » (Cass. com., 27 févr. 1996, n° 94-11241, Vilgrain c/ Alary : JurisData n° 1996-003972).

(30) Bien que la collégialité du conseil d'administration soit évoquée dans certaines dispositions du Code de commerce dans le titre II du Livre VIII relatif aux commissaires aux comptes (cf. art. L. 823-7, L. 823-8-1, L. 823-16, L. 823-17 ; L. 823-19 C. com. qui évoquent « l'organe collégial chargé de l'administration » de la société), le principe de collégialité n'est pas mentionné en tant que tel dans les dispositions relatives à la direction et l'administration de la société anonyme. La collégialité du conseil d'administration est un principe aujourd'hui affirmé en jurisprudence (CA Nancy, 17 sept. 1998, JCP E 1999, 1828, note A. Couret), en doctrine (v. par exemple : P.-G. Gourlay, Le conseil d'administration de la société anonyme, Sirey, 1971, n° 125 ; M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, Droit des sociétés, LexisNexis, 30e éd., 2017, n° 776 ; Ph. Delebecque, « Conseil d'administration », Rép. sociétés, Dalloz, 2017, n° 3) et par le §1.1. du Code Afép-MEDEF.

(31) Cass. com., 27 mars 1990, n° 88-20356, *Bull. civ.*, IV, n° 102, *Defrénois*, nov. 1990, n° 21, p. 1233, note J. Honorat ; *BJS*, juin 1990, n° 6, p. 530, note P. Le Cannu. L'art. R. 225-29 C. Com. prévoit seulement que le conseil d'administration peut conférer à un ou plusieurs de ses membres ou à des tiers, actionnaires ou non, tous mandats spéciaux pour un ou plusieurs objets déterminés.

(32) Pris aux conditions de quorum et de majorité fixés par des règles impératives (art. L. 225-37 C. com.).

(33) Le pouvoir de représenter le conseil d'administration lui a été retiré par une loi du 1^{er} août 2003.

Mais la faculté donnée à un administrateur d'engager un dialogue direct avec les actionnaires ne devrait pas être considérée comme l'exercice, par celui-ci, d'un véritable pouvoir propre incompatible avec la collégialité du conseil, puisque le dialogue, même formalisé, ne suppose ni décision ni représentation au sens légal³⁴.

Le principe de collégialité, en dépit de ce qui a pu être affirmé, ne semble pas faire obstacle à l'attribution d'une mission de dialogue à un ou plusieurs administrateurs. Ce que recherchent les investisseurs, à travers le dialogue, est d'être assurés du bon fonctionnement du conseil, et donc de son fonctionnement véritablement collégial. La collégialité ne constitue pas un empêchement au dialogue : elle constitue au contraire un des éléments sur lesquels celui-ci peut porter.

Du reste, c'est bien par une délibération collégiale qu'un ou plusieurs administrateurs peuvent se voir autorisés à entretenir un dialogue avec certains actionnaires – pratique qui est aujourd'hui déjà assez largement établie.

La désignation d'administrateurs ayant vocation à échanger avec des actionnaires peut en particulier être faite dans le règlement intérieur du conseil³⁵.

À ce titre, la pratique de l'administrateur référent s'est développée³⁶, comme l'illustrent les rapports annuels de l'AMF sur le gouvernement

(34) E. Gaillard, *Le Pouvoir en droit privé*, Économica, 1985, p. 232 ; l'auteur définit le pouvoir comme « la prérogative qui permet à son titulaire d'exprimer un intérêt au moins partiellement distinct du sien, par l'émission d'actes juridiques unilatéraux contraignants pour autrui ».

(35) Plus formelle, l'attribution d'un mandat spécial peut être envisagée en application de l'art. R. 225-29 C. Com. selon lequel « le conseil d'administration peut conférer à un ou plusieurs de ses membres ou à des tiers, actionnaires ou non, tous mandats spéciaux pour un ou plusieurs objets déterminés ». La limite de cette pratique vient de ce que les administrateurs mandatés sont tenus de respecter les limites de leur mandat.

(36) Dans son rapport 2014 sur le gouvernement d'entreprise et les rémunérations des dirigeants, l'AMF a relevé que vingt sociétés de l'échantillon retenu dans ce cadre sur les trente-quatre à structure moniste avec unification des fonctions de président et de directeur général (dont 15 du CAC 40), soit 59 % des sociétés, contre 31 % en 2012, avaient désigné un administrateur référent (AR) ou un vice-président (VP) en charge de la gouvernance. Dans certains cas, leurs missions incluent le « dialogue » avec les actionnaires en matière de gouvernance.

d'entreprise³⁷, même si le Code Afep-MEDEF n'érige pas la désignation d'un tel administrateur en recommandation relevant du principe « appliquer ou expliquer ».

La désignation d'un ou plusieurs administrateurs pour engager ce dialogue pose la question de la responsabilité de cet administrateur, ou/et en conséquence du conseil d'administration en cas de divulgation d'informations induisant les actionnaires en erreur³⁸. Cette problématique dépend du contenu même du dialogue qui pourrait exister avec les actionnaires.

Sous cette dernière réserve, il apparaît donc qu'un administrateur dûment désigné et habilité à cet effet par le conseil peut dialoguer avec les actionnaires, ce dialogue ne s'assimilant pas à l'exercice d'un pouvoir propre de décision contraire au principe de collégialité.

3. Confidentialité

Le Code Afep-MEDEF a étendu l'obligation de discrétion prévue par le Code de commerce³⁹ à une véritable obligation de confidentialité⁴⁰.

Au strict plan juridique, la conjonction entre cette obligation de confidentialité et la nécessité d'un dialogue est délicate. Elle implique que l'administrateur se contente d'échanger des informations non confidentielles

(37) Dans son rapport annuel 2016 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées, l'AMF cite notamment l'exemple d'une société dont l'administratrice référente a notamment pour mission de « si nécessaire être un point de contact avec les actionnaires de Legrand, après accord du conseil d'administration sur le principe et les modalités de ce contact » (p. 38).

(38) En effet, il découle du principe de collégialité que les administrateurs encourent une responsabilité individuelle pour faute collective de l'organe collégial. Cass. com., 30 mars 2010, n° 08-17841, *Bull. civ.*, IV, n° 69, *RTD com.* 2010.377, obs. P. Le Cannu et B. Dondero : « Commet une faute individuelle chacun des membres du conseil d'administration ou du directoire d'une société anonyme qui, par son action ou son abstention, participe à la prise d'une décision fautive de cet organe, sauf à montrer qu'il s'est comporté en administrateur prudent et diligent, notamment en s'opposant à cette décision ».

(39) Art. L. 225-37 C. com. : les administrateurs « sont tenus à la discrétion à l'égard des informations présentant un caractère confidentiel et données comme telles par le président du conseil d'administration ».

(40) Il prévoit que « s'agissant des *informations non publiques* acquises dans le cadre de ses fonctions, l'administrateur est astreint à une véritable *obligation de confidentialité* qui dépasse la simple obligation de discrétion prévue par les textes » (§19 Code Afep-MEDEF). Il ajoute que les obligations de confidentialité des administrateurs sont précisées par les règlements intérieurs adoptés par les conseils, lesquels prévoient souvent une véritable obligation de confidentialité attachée aux informations transmises ou partagées en conseil.

et non sensibles sur le mode d'un simple échange pédagogique – ce qui pose la question du contenu et de l'utilité du dialogue – ou obtienne l'autorisation de transmettre des informations confidentielles – soulevant alors la problématique de leur protection et du respect du droit boursier.

Néanmoins, dans la mesure où ce dialogue est conduit dans l'intérêt de la société, cette conjonction peut être recherchée et trouvée en fonction du contenu du dialogue. Nous verrons ainsi qu'il existe un vaste champ de dialogue possible sur des thématiques relevant de l'information publique (*v. infra*).

Dans la pratique, le sujet de la confidentialité est annexe car généralement parfaitement intégré.

4. La limite de l'information privilégiée

Le Règlement européen relatif aux abus de marché (MAR)⁴¹ interdit à toute personne, et notamment aux administrateurs, de communiquer les informations privilégiées⁴² qu'ils reçoivent⁴³. Outre le risque de la caractérisation d'un abus de marché, le fait que la confidentialité d'une information privilégiée ne soit plus assurée implique l'obligation pour l'émetteur de publier cette information dès que possible⁴⁴.

(41) Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE.

(42) Définie comme une « information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés » (MAR, art. 7).

(43) La qualification d'information privilégiée emporte pour toute personne, notamment pour l'émetteur et ses dirigeants, jusqu'à ce que l'information perde son caractère privilégié, l'interdiction de divulguer ces informations à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu « dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions » (MAR, art. 10 et 14). Il pourrait être considéré que le représentant d'une personne morale actionnaire dont il serait dirigeant ou employé communique à celle-ci cette information dans le cadre normal de son travail. En tout état de cause, lorsqu'une information privilégiée est communiquée à un tiers dans l'exercice normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions [...], cette information doit être rendue intégralement et effectivement publique simultanément en cas de communication intentionnelle, sauf si la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité (MAR, art. 17.8).

(44) MAR, art. 17.7.

5. Égalité des actionnaires

Comme l'illustre la jurisprudence⁴⁵, la principale limite aux échanges avec certains actionnaires individuels résulte du **respect du principe de l'égalité d'accès à l'information des actionnaires**⁴⁶.

La communication d'informations non sensibles à des actionnaires ne paraît néanmoins pas léser les intérêts des autres actionnaires tant que la connaissance de ces informations ne permet pas aux investisseurs concernés d'agir sur les actions de l'émetteur et ainsi de créer une rupture d'égalité et de fausser le marché⁴⁷. Implicitement, l'AMF semble admettre de tels échanges puisqu'elle favorise le développement des clubs et comités d'actionnaires qui réunissent pourtant sept à vingt actionnaires pour tester certains éléments d'information⁴⁸.

(45) CA Paris, pôle 5, ch. 9, 19 déc. 2013, n° 12/22644, A. de C. c/ SA Wendel : « Il appartenait à la société Wendel d'éclairer les actionnaires autres que familiaux sur ces procédures en cours dès lors que la société se trouve cotée, sauf à admettre que les actionnaires puissent se trouver sur un pied d'inégalité alors que le Code monétaire et financier prohibe les pratiques ayant pour effet, non seulement de fausser le fonctionnement du marché, mais aussi de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des actionnaires ou à leurs intérêts.

En l'espèce, les dirigeants de la société Wendel montrent s'être comportés comme les mandataires de l'actionariat majoritaire et non celui de la société alors que par le jeu de l'appel public à l'épargne, elle sollicite l'investissement de ses actionnaires pour pouvoir satisfaire son objet social et que le métier choisi par elle soit un fonds d'investissement (société d'investissement spécialisée dans le développement à long terme d'entreprises leaders dans leur secteur et détient ainsi des participations dans des sociétés), a pour objet d'attirer des investisseurs par la rentabilité de ses prises de participations. »

(46) Ce principe d'égalité à l'information des actionnaires est notamment rappelé par l'AMF dans son étude de 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination des actionnaires individuels (p. 19). « Les émetteurs doivent veiller au bon respect du principe d'égalité d'accès à l'information (article 223-10-1 du règlement général de l'AMF). Ils doivent y être particulièrement vigilants et notamment dès lors qu'ils mettent en œuvre un espace d'accès restreint pour les membres de leur club d'actionnaires » (même étude).

(47) Le principe d'égalité d'accès a en effet pour objet de permettre aux actionnaires d'« accéder aux renseignements utiles pour fonder son jugement sur la situation et les perspectives de la société » (« La COB et le droit des minoritaires », BJS, juill. 1991 – n° 7-8, p. 686).

(48) AMF, Étude de 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination des actionnaires individuels.

III. Éléments de contexte favorables au dialogue administrateurs-actionnaires

En droit contemporain des sociétés cotées, plusieurs éléments de contexte doivent être signalés, qui paraissent favorables au dialogue administrateurs-actionnaires, à commencer par l'engagement à long terme des actionnaires récemment promu par la directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017.

1. La promotion de l'engagement à long terme des actionnaires

Tandis que, du côté des administrateurs, l'une des justifications juridique du dialogue pourrait être recherchée dans l'existence d'une obligation de loyauté vis-à-vis de la société (*v. supra*), la même démarche est plus difficile à effectuer du côté des actionnaires. En effet, si les actionnaires doivent se montrer loyaux lors de la révocation d'un dirigeant ou lors de l'exercice de leur droit de vote, ils ne semblent pas tenus à un tel devoir de loyauté à l'égard de la société⁴⁹.

Il n'en demeure pas moins que les gestionnaires d'actifs sont tenus d'un devoir de loyauté vis-à-vis de leurs propres mandants, auxquels ils doivent pouvoir apporter la preuve qu'ils sont diligents et qu'ils ont mis en place un système pour exercer leurs droits et devoirs d'actionnaires. D'où l'engagement de ces actionnaires dans les entreprises au sein desquelles ils investissent et dans lesquelles ils participent par l'expression de leur droit de vote.

De façon plus générale, il est également relevé que l'inertie de certains actionnaires, et notamment des investisseurs institutionnels, faciliterait la méconnaissance de l'intérêt social⁵⁰.

(49) Le principe d'un devoir de loyauté des actionnaires n'est pas fermement établi, la doctrine étant plutôt réservée – pour une analyse nuancée de ce devoir de loyauté vis-à-vis des actionnaires cf. notamment B. Fages, D. Poracchia, *Fiduciary duty of loyalty in French company law*, RTDF n° 3, 2014, p. 51 ; G. Terrier, *Les Devoirs de l'actionnaire et le droit des sociétés*, Gazette du Palais – 06/06/2016 – n° hors-série 2 – page 24.

(50) Le vote des gestionnaires d'OPCVM – Nicolas Cuzacq – Rev. sociétés 2006. 491.

Ces raisons expliquent que la réhabilitation de la participation des actionnaires apparaît comme un moyen destiné à améliorer la gouvernance des entreprises⁵¹ et plus globalement l'économie globale.

La directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires semble faire évoluer cette asymétrie des devoirs de l'actionnaire et de l'administrateur. Elle se propose d'étendre et de clarifier les obligations des actionnaires, en particulier les actionnaires institutionnels, en relevant que le manque d'engagement de ceux-ci avait entraîné une gouvernance et des performances sous-optimales pendant la crise financière⁵². Elle n'évoque toutefois pas le fait que le renforcement de l'engagement des actionnaires trouve sa limite dans le principe selon lequel les investisseurs ne sont pas supposés influencer la gestion des entreprises dans lesquelles ils s'impliquent, ce que certaines politiques d'engagement ne manquent pas de rappeler.

En renforçant l'engagement de l'actionnaire, la directive s'oriente vers l'affirmation d'obligations réciproques qui, non seulement viennent conforter la légitimité du dialogue, mais en accentuent aussi la nécessité. En effet, plus les actionnaires sont impliqués, plus le conseil d'administration se trouve exposé à la prise en compte de leurs aspirations.

Concrètement, la directive révisée prévoit un certain nombre de dispositions relatives à la transparence des investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs.

Elle prévoit que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs doivent élaborer et rendre publique une politique d'engagement décrivant de quelle manière ils intègrent l'engagement des actionnaires dans leur stratégie d'investissement. Cette politique décrit la manière dont ils assurent le suivi des sociétés dans lesquelles ils investissent en ce qui concerne certains sujets pertinents (y compris la stratégie, les

(51) COM/2003/0284 final, Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'UE, p. 10. La Commission encourageait déjà le vote des institutionnels en estimant qu'ils « ont un important rôle à jouer dans le gouvernement des entreprises dans lesquelles ils investissent ». Elle propose d'encourager le vote mais pas de l'imposer.

(52) Considérant 2 de la directive 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

performances financières et non financières ainsi que la gouvernance d'entreprise) ; et aussi la manière dont ils « dialoguent avec les sociétés détenues » et « *communiquent avec les acteurs pertinents des sociétés détenues*⁵³ ».

Les investisseurs institutionnels devront également communiquer sur la façon dont les principaux éléments de leur stratégie d'investissement en actions sont compatibles avec le profil et la durée de leurs engagements, en particulier de leurs engagements à long terme. Ces communications permettront ainsi aux émetteurs de mieux connaître les préoccupations des investisseurs.

Les investisseurs institutionnels ont néanmoins de plus en plus régulièrement recours, pour être guidés dans leur politique d'engagement et d'exercice des droits de vote à des *proxy advisors*, dont le poids excessif est souvent dénoncé⁵⁴. Une meilleure implication de ces investisseurs pourra alors résulter de leur plus grande liberté vis-à-vis des recommandations de ces agences de conseil en vote. C'est ce que favorise la directive en imposant que ces conseillers communiquent certaines informations essentielles liées à l'élaboration de leurs recherches, conseils et recommandations de vote ainsi qu'aux conflits d'intérêts réels ou potentiels et aux relations commerciales susceptibles d'influencer l'élaboration des recherches, des conseils et des recommandations de vote⁵⁵.

(53) Art. 3. octies a) de la directive 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires – l'expression semble donc donner une liberté quant aux modalités du dialogue avec les actionnaires.

(54) Ce que l'AMF dénonçait déjà en 2005 dans son rapport sur l'exercice des droits de vote aux assemblées générales en France – 6 septembre 2005 : « *Cette activité [de proxy] fait l'objet de critiques en raison du manque de clarté de l'activité dans la chaîne entre la société et l'actionnaire ayant recours à une société de prestation de vote, de sorte qu'une suspicion plane sur les systèmes de proxy voting providers, notamment sur la portée d'un vote qui pourrait être exercé de manière inconsciente, ou "aveugle", car fondé sur un conseil insuffisamment éclairé. Au pire, on pourrait craindre que l'exercice des droits de vote se limite à cocher des cases sur des formulaires de vote sans avoir réfléchi à la question.* »

(55) À ce sujet, la directive évoque d'ailleurs « *le fait que des dialogues ont lieu ou non avec les sociétés* » (art. 3 undecies de la directive 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires).

2. L'orientation vers le *stewardship*

L'introduction de cette politique d'engagement montre qu'une orientation vers le concept anglo-saxon de *stewardship* se dessine. L'idée sous-jacente de ce concept est que l'investisseur institutionnel agirait, pour le compte de ses clients/bénéficiaires, comme un *steward*, un intendant ou gestionnaire de long terme, au sein de la société dans laquelle il investit.

Cette évolution est le reflet d'une plus forte concentration des acteurs dans le domaine de la gestion d'actifs (dont les moyens, notamment humains, se sont fortement développés), ainsi que d'une plus grande inscription de ces gestionnaires dans le long terme (leurs investissements étant en grande partie réalisés à travers des fonds indiciels et donc en quelque sorte verrouillés).

À ce jour, en Europe, les investisseurs passifs représenteraient en moyenne 25 % du total des investisseurs institutionnels au capital des larges capitalisations européennes (moyenne conservatrice prenant en compte les détentions des investisseurs indiciels classiques et les investisseurs quantitatifs)⁵⁶. Ce chiffre est en constante progression.

Au Royaume-Uni, cette évolution a conduit à la publication en 2012 du **UK Stewardship Code** – qui devrait être révisé en 2018. Ce Code encourage notamment les investisseurs institutionnels à dialoguer avec les sociétés⁵⁷, tant sur les sujets soumis à l'assemblée générale des actionnaires que sur les autres⁵⁸.

Un tel Code existe désormais dans les pays suivants : Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Italie, Japon, Pays-Bas, Singapour, Suisse, Taïwan. Et récemment aux États-Unis avec le *Investor Stewardship Group*⁵⁹.

L'idée de *stewardship* va donc incontestablement de pair avec le développement du dialogue.

(56) Aux États-Unis, les quatre plus grands investisseurs institutionnels (Vanguard, Fidelity, State Street et Blackrock) détenaient en moyenne près de 21 % du capital social des sociétés du S&P 500 en 2016 (publication de Sullivan & Cromwell, "2016 U.S. Shareholder Activism Review and Analysis", 28 novembre 2016).

(57) Principe 1 du *UK Stewardship Code*, 2012 (voir Annexe 2).

(58) §4 du *UK Stewardship Code*, 2012 (voir Annexe 2).

(59) <https://www.isgframework.org/stewardship-principles/>

CONCLUSION

Les règles applicables aux conseils des sociétés cotées semblent permettre, sans modifications nécessaires, le développement du dialogue entre administrateurs et certains actionnaires :

- La communication d'informations est strictement limitée aux **informations qui ne constituent pas des informations privilégiées ou qualifiées de confidentielles**.
- Un dialogue direct entre administrateurs et actionnaires ne heurte pas **l'organisation hiérarchique des pouvoirs**, mais permet au conseil d'administration **d'accomplir les missions** qui lui sont attribuées.
- La **nature collégiale** du conseil d'administration n'est pas affectée par les échanges que pourraient avoir certains administrateurs avec des actionnaires ; le conseil pourrait en particulier formellement désigner les administrateurs concernés. En fonction du contenu du dialogue, la problématique de la responsabilité collégiale pourrait être résolue.
- Le **principe d'égalité des actionnaires** ne postule pas l'interdiction de tout partage d'informations (non privilégiées).

La directive du 17 mai 2017 constitue un élément de contexte favorable au dialogue en ce qu'elle promeut l'engagement de long terme des actionnaires et dessine une tendance à la bilatéralisation des devoirs et des responsabilités au sein de la société.

PARTIE 2

La pratique existante du dialogue entre actionnaires et administrateurs – les principaux enseignements des auditions et des consultations conduites par la commission

L'analyse juridique dressée dans la première partie de ce rapport est loin d'épuiser le sujet. Qu'il soit fluide ou heurté, fréquent ou rare, organisé ou empirique, le dialogue administrateurs-actionnaires constitue d'ores et déjà pour les émetteurs et leurs actionnaires une réalité très concrète. Il est un élément à part entière de la gouvernance des sociétés cotées – et, à tout le moins, un sujet auquel ces dernières sont inévitablement confrontées quand elles ne s'en emparent pas elles-mêmes spontanément.

En marge de l'analyse proprement juridique et en l'absence de littérature sur le sujet, les auditions et consultations conduites par la Commission ont permis d'apporter sur cette pratique existante des éclairages inédits. C'est l'objet de la présente partie de ce rapport que de les restituer.

I. Un dialogue souhaité des deux côtés

Incontestablement, les premiers acteurs à avoir publiquement communiqué sur le dialogue et l'intérêt de celui-ci sont de grands investisseurs institutionnels⁶⁰. Et ceci dans la mouvance plus large du *shareholder engagement*⁶¹. Cet engagement se traduit non seulement par le vote aux assemblées générales, mais aussi et surtout par le dialogue régulier maintenu avec les sociétés. C'est ainsi que la facilitation du dialogue est décrite comme l'une des actions prioritaires de l'*Investor Forum*⁶². Plusieurs participants aux travaux de la Commission ont avancé l'idée que, aux yeux des actionnaires, ce dialogue était légitimé par le sentiment que les administrateurs qu'ils nomment sont leurs représentants.

Un autre argument en faveur de ce dialogue, avancé par certains investisseurs, est de pouvoir améliorer leur analyse de la qualité des conseils par une approche plus qualitative et sortir ainsi d'une approche *compliance/box ticking* en partie imposée par le caractère souvent trop juridique de la documentation des sociétés sur le rôle et l'action du conseil.

Néanmoins, il serait erroné de penser que la demande de dialogue administrateurs-actionnaires n'émane que des actionnaires. De l'avis quasi unanime des personnes auditionnées ou consultées par la Commission du côté des émetteurs (organisations représentatives des entreprises, administrateurs, directeurs juridiques, secrétaires de conseil, directeurs des relations investisseurs et du *corporate development*), la demande de dialogue provient aussi des sociétés elles-mêmes. Ces dernières ne sont

(60) Voir not. dans le cadre de son *Investment Stewardship* la prise de position du gestionnaire d'actifs BlackRock sur « *Le dialogue actionnarial en France : pour une participation des administrateurs* » – <https://www.blackrock.com/corporate/en-gb/literature/market-commentary/blk-le-dialogue-actionnarial-en-francemarch2016.pdf>. V. aussi le chapitre 2 point 7 de la politique de vote d'Amundi sur « *Dialogue actionnarial : engagement direct du conseil* » <http://le-groupe.amundi.com/Un-acteur-engage/Developper-une-finance-responsable>.

(61) D. A. Katz, L. A. McIntosh, « *Corporate Governance Update: The Changing Dynamics of Governance and Engagement* », *New York Law Journal*, July 22, 2015 ; Étude PwC et Weil Gotshal & Manges LLP, « *Director dialogue with shareholders— what you need to consider* », 2013 : <https://www.pwc.com/us/en/governance-insights-center/publications/assets/pwc-regulations-fair-disclosure-directors-communicate.pdf> ; Association of British Insurers, « *Improving Corporate Governance And Shareholder Dialogue* » : www.ivis.co.uk/media/5929/ABI-Report-Improving-Corporate-Governance-and-Shareholder-Engagement.pdf ; BlackRock, Ceres, « *21 st Century Engagement* » : <https://www.blackrock.com/corporate/en-hu/literature/publication/blk-ceres-engagementguide2015.pdf>.

(62) <https://www.investorforum.org.uk/>

pas insensibles – tant s’en faut – à la création d’un canal de communication avec les actionnaires qui sont susceptibles d’accompagner la société dans sa stratégie et ses choix en matière de gouvernance. Elles perçoivent tout l’intérêt qu’elles peuvent retirer du dialogue (v. *supra*) et, sauf cas particuliers, s’y montrent globalement favorables, n’excluant pas que celui-ci implique d’une façon ou d’une autre le conseil d’administration pour autant que ses bornes légales soient comprises et respectées par les deux parties, administrateurs comme actionnaires.

La réalité est donc que le dialogue administrateurs-actionnaires est une demande exprimée des deux côtés. À ce titre, les sociétés cotées françaises apparaissent beaucoup plus ouvertes que ce qui est parfois dit pour les caricaturer et pour les comparer à leurs homologues étrangères.

À cet égard, le groupe de travail a entendu des émetteurs constater, avec regret, que certains de leurs investisseurs, notamment internationaux, ne répondaient pas toujours à cette proposition de dialogue.

II. Un dialogue déjà largement pratiqué

Un autre enseignement important des travaux exploratoires menés par la Commission est que l’absence de cadre législatif ou réglementaire n’a pas pour conséquence d’inhiber les émetteurs dans la pratique du dialogue.

Les témoignages recueillis font apparaître que, même si la pratique est actuellement moins répandue en France qu’elle ne l’est dans d’autres pays, et en particulier le Royaume-Uni⁶³, de nombreux émetteurs sont d’ores et déjà engagés dans un tel dialogue. Plusieurs investisseurs relèvent ainsi avec satisfaction que la pratique commence à changer en France⁶⁴.

(63) Un grand investisseur observe que 100 % de ses rencontres avec les émetteurs se font, au Royaume-Uni, directement avec les administrateurs, tandis que, en France, il ne s’agit que de 10 %.

(64) Un investisseur constate qu’en 2017 environ un tiers de ses dialogues avec les sociétés françaises du CAC 40 ont inclus la présence d’un administrateur, une forte augmentation par rapport aux années précédentes.

Il ressort même de ces témoignages que le relatif vide normatif est appréhendé par certaines sociétés comme une liberté d'organisation, de sorte que les sociétés engageant ce dialogue le font selon des modalités très différentes les unes des autres, tant sur le plan des interlocuteurs, du format que du contenu du dialogue.

Jusqu'à présent, la pratique n'a pas montré de dérives.

L'hétérogénéité dans la pratique du dialogue administrateurs-actionnaires tient pour beaucoup aux différents profils d'investisseurs et aux différentes situations des émetteurs (structure du capital social, mode de gouvernance). Chaque émetteur s'organise en fonction de son actionnariat, qui peut être très protéiforme et variable d'un cas à l'autre.

III. Des investisseurs aux profils et aux objectifs variés

1. Actionnaires de court terme ou de long terme

Les auditions ont fait apparaître une réelle divergence dans l'appréhension et la pratique du dialogue selon que celui-ci est conduit avec des investisseurs de court terme ou des investisseurs de long terme. Du point de vue de l'émetteur, l'intérêt à dialoguer avec des investisseurs de court terme sur les sujets de gouvernance (ou plus généralement de la compétence du conseil) s'avère assez faible, ces derniers ne s'intéressant qu'au rendement immédiat de leur investissement et non prioritairement à la stratégie ou la gouvernance de l'entreprise.

À l'inverse, les investisseurs de long terme s'impliquent en général davantage et entendent nouer avec les organes de gouvernance de la société des échanges portant sur la stratégie et la gouvernance, sur lesquelles ils peuvent avoir une vision propre. En outre, ainsi que l'a relevé un grand gestionnaire d'actifs, les investisseurs de long terme peuvent avoir des expertises et analyses que la société a intérêt à entendre, du fait de leur très bonne connaissance des pratiques de marché et de leur très large *screening*. Ces investisseurs sont de plus en plus en demande d'un dialogue avec les administrateurs. Avant toute chose pour s'assurer que le conseil d'administration fonctionne correctement au regard des règles

et pratiques de bonne gouvernance et que ses membres assument pleinement les missions dont ils sont investis (*voir infra*).

Ce faisant, ces investisseurs sont à la recherche d'un entre-deux qui n'est pas toujours bien ressenti par les émetteurs : ni totalement désengagés ni totalement impliqués (car ils ne siègent pas toujours au conseil⁶⁵), ils privilégient une position dialogale intermédiaire.

2. Gestionnaires actifs et gestionnaires passifs

Parmi les investisseurs de long terme, une attention particulière a été portée pendant les auditions au comportement des fonds de gestion passifs, eux aussi fervents partisans d'un dialogue direct avec les administrateurs. En effet, les décisions d'investissement des fonds passifs se fondent sur des critères indiciaires et algorithmiques. De sorte que le seul moyen pour eux d'influer sur la valorisation de leurs portefeuilles passe non seulement par le vote des résolutions en assemblée générale – dont l'orientation est dictée par leur politique de vote (*voting policy*) – mais aussi par l'appréciation qu'ils peuvent se faire de la gouvernance grâce à un dialogue impliquant directement un membre du conseil d'administration – une société mieux gouvernée étant mieux valorisée. De sorte que les fonds dits « passifs » se révèlent, en réalité, de plus en plus actifs.

3. Fonds activistes

Au cours des auditions, le cas particulier des fonds activistes a été plusieurs fois abordé. Le représentant de l'un de ces fonds a expliqué à la Commission que sa durée moyenne d'investissement est de cinq ans, ce qui en fait un *anchor shareholder*. L'activisme est pour lui un accélérateur de dialogue dans la mesure où il est motivé par un investissement qui

(65) Pour certains investisseurs, le fait de ne pas siéger au conseil tient moins d'un refus que d'une impossibilité. V. dans les Recommandations sur le gouvernement d'entreprise de l'AFG : « *Dans un souci d'indépendance, le gestionnaire de portefeuille et ses salariés ne devront pas être administrateur ou membre du conseil de surveillance d'une société dont les titres figurent à l'actif des fonds qu'il gère* ». Cette recommandation rejoint celle exprimée à l'art 70 du règlement de déontologie des OPCVM de l'AFG.

repose sur un programme de création de valeur spécifique et adapté à l'entreprise. Plus qu'un simple investisseur, moins qu'un véritable propriétaire, l'activiste est celui qui comble l'*ownership gap* et devient l'interlocuteur privilégié du *management*. Lorsque l'activiste se dit « constructif », il s'adresse en priorité au *board* en suivant la figure de ce que l'on pourrait appeler le dialogue inversé (où c'est l'actionnaire qui informe le *board* et non l'inverse).

Mais la pratique démontre que l'approche de l'activiste n'est pas toujours orientée vers le dialogue. Il peut aussi s'agir de s'attaquer au conseil en lui imputant des défauts qui sont censés lui dénier d'emblée la qualité d'interlocuteur.

Côté émetteurs, la position est évidemment très différente. La possible entrée/montée au capital d'un fonds activiste est une question sensible avec un risque de déstabilisation de l'entreprise. Il est ressorti des auditions que les émetteurs ne jugeaient pas opportun que s'engage un dialogue direct entre les administrateurs et un actionnaire qui adopterait une démarche hostile, notamment en se servant de la législation relative à la rémunération des dirigeants pour déstabiliser l'entreprise. L'arrivée d'un activiste devrait être gérée par la direction de la société qui met en place une stratégie de communication adaptée et coordonnée avec des interlocuteurs spécialement dédiés. Les administrateurs devraient être sensibilisés à une telle éventualité. Plus généralement, le dialogue avec les actionnaires, notamment par l'intermédiaire du conseil d'administration, pourrait permettre de prévenir les situations activistes.

4. Actionnaires disposant de représentants au conseil

Se trouvent également dans une position singulière les actionnaires disposant de représentants au conseil d'administration (État actionnaire, salariés, etc.) dans la mesure où le dialogue avec les administrateurs a déjà lieu au sein même du conseil.

Cela vaut *a fortiori* aussi pour les investisseurs institutionnels qui, en dépit des contraintes que cela fait peser sur eux (par exemple : fenêtres négatives), ont fait le choix de siéger au conseil. Comme l'a observé un directeur juridique, la présence au conseil est alors l'expression la plus parfaite du dialogue.

Ce dialogue intra-conseil peut être renforcé, le cas échéant, *via* les *executive sessions* tenues hors la présence des dirigeants mandataires sociaux et dont la pratique se généralise⁶⁶.

IV. Des émetteurs dans des situations différentes

À la diversité des profils d'actionnaires répond la variété des situations dans lesquelles se trouvent les émetteurs eux-mêmes, qui de ce fait n'ont pas tous la même sensibilité au dialogue. En particulier, le dialogue administrateurs-actionnaires n'est pas abordé de la même façon dans les sociétés contrôlées et dans les sociétés à capital ouvert, ce qui ne veut pas dire qu'il n'est pratiqué que par ces dernières.

1. Sociétés disposant ou non d'un actionnaire de contrôle

La structure de l'actionnariat influe-t-elle sur le besoin et l'intensité du dialogue administrateurs-actionnaires ?

À première vue, la réponse pourrait sembler positive. C'est ainsi que des sociétés au capital totalement ouvert, dans lesquelles les actionnaires les plus significatifs ne disposent que d'une faible proportion des droits de vote, ressentent ce dialogue comme une absolue nécessité, qu'il s'agisse de fidéliser un petit nombre d'actionnaires sur le long terme, ou de parvenir plus ponctuellement, en amont de l'assemblée générale, à sécuriser le pourcentage le plus confortable possible de votes positifs sur des résolutions importantes ou sensibles. L'objectif sera alors de constituer un panel représentatif d'actionnaires avec lesquels entamer le dialogue. Si certains

(66) Voir à ce sujet le Rapport du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, octobre 2017, p. 15.

actionnaires s'y montrent favorables voire en prennent eux-mêmes l'initiative, d'autres sont plus difficilement identifiables ou atteignables.

Inversement, on pourrait penser que les sociétés au capital très majoritairement contrôlé sont moins exposées à cette thématique du dialogue administrateurs-actionnaires – qui, pour elles, semble recouper l'impératif de protection des minoritaires, déjà largement pris en compte par le droit positif.

Mais la réalité tempère cette opposition. De nombreuses sociétés contrôlées pratiquent le dialogue avec leurs actionnaires, notamment à travers la désignation d'un administrateur référent, lequel n'est pas l'apanage des sociétés ne disposant pas d'un actionnaire de contrôle. En outre, au sein même des sociétés qui en apparence n'ont pas organisé un tel dialogue, la Commission a noté que celui-ci faisait l'objet de notables avancées et se pratiquait malgré tout de façon empirique. En effet, plus la société est contrôlée et voit son conseil composé à l'avenant, plus il lui est nécessaire de démontrer au marché que celui-ci fonctionne selon les standards de gouvernance en vigueur. Ceci vaut bien sûr aussi pour les sociétés contrôlées par un actionnaire familial.

Par ailleurs, l'introduction et l'élargissement du *say on pay* – par des dispositions légales dont beaucoup ont souligné l'imperfection – fait que même les sociétés contrôlées éprouvent le besoin d'engager avec leurs actionnaires un dialogue préparatoire explicatif sur la question très sensible des rémunérations.

Ce même dialogue est nécessaire lorsqu'il s'agit de préparer le vote par l'assemblée générale de conventions réglementées impliquant l'actionnaire de contrôle, alors privé du droit de voter.

Enfin, indépendamment de ces aspects, toutes les sociétés, même celles qui sont contrôlées, savent que le dialogue permet l'ouverture d'un canal de communication pouvant s'avérer utile en cas de crise.

En conclusion, les structures de capital ne changent pas grand-chose à la nécessité du dialogue.

(61) Lloyd's, *Faire face aux menaces cyber*, 20 sept. 2016, p. 5.

2. Sociétés de structure moniste ou dualiste

Il apparaît que la structure moniste (conseil d'administration et direction générale) ou dualiste (directoire et conseil de surveillance) de la société n'influe pas sur le besoin de dialogue.

Dans les sociétés anonymes de type moniste, le choix de la concentration ou de la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général n'a pas davantage d'impact, dans la mesure où le dialogue continue à s'imposer même en cas de direction dissociée. En revanche, ce choix peut avoir une incidence sur la détermination des acteurs de ce dialogue du côté de l'émetteur (*v. infra*).

Dans les sociétés à directoire et conseil de surveillance, le dialogue s'établit naturellement avec les membres du conseil de surveillance.

V. Contenu du dialogue

La question du contenu du dialogue administrateurs-actionnaires est essentielle car c'est sur elle que peuvent se cristalliser certaines incompréhensions de la part de ceux qui ne le pratiquent pas encore. Du côté des émetteurs et des investisseurs pour lesquels ce dialogue est déjà une réalité, la question du contenu semble très largement clarifiée. On sait à la fois ce sur quoi le dialogue ne porte pas et ce sur quoi il porte.

Ce sur quoi le dialogue ne porte pas ? Tous les participants aux travaux de la Commission ont été nets : le dialogue n'a pas pour objectif la divulgation ou la recherche d'une information privilégiée ; il ne porte que sur l'information publique.

Dans le champ de l'information publique, la gouvernance de la société est l'objet premier du dialogue.

1. La gouvernance, objet premier du dialogue

Les participants aux travaux de la Commission ont très majoritairement indiqué que le dialogue administrateurs-actionnaires devait porter en premier lieu sur la gouvernance – la stratégie relevant davantage de la direction générale et faisant l’objet d’une communication spécifique. Les investisseurs eux-mêmes partagent globalement cette idée, dans la mesure où leur souhait de pouvoir s’adresser directement au conseil ou à l’un de ses membres dérive précisément de leur volonté de promouvoir de bonnes pratiques de gouvernance. Il en va notamment ainsi des fonds de gestion qui cherchent en tout premier lieu, à travers ce dialogue, à s’assurer que le conseil fonctionne correctement et que les administrateurs assument effectivement leur rôle. Leur but est d’éviter que la société, fût-elle très performante, soit un jour rattrapée par des pratiques de gouvernance défailtantes, une mauvaise prise en compte des risques extra-financiers ou un sous-investissement dans les moteurs de création de valeur à long terme.

Au titre de la gouvernance, pratiquement tous les investisseurs interrogés évoquent : le fonctionnement du conseil et sa composition, les plans de succession, la rémunération des dirigeants exécutifs.

De nombreux émetteurs, de leur côté, sont conscients qu’un dialogue est nécessaire pour promouvoir auprès des investisseurs le travail et le fonctionnement de leur conseil. Au cours des dernières décennies, le capitalisme français s’est profondément transformé. Les conseils des sociétés cotées françaises tendent à être aujourd’hui au niveau des standards internationaux les plus exigeants et il est nécessaire d’ouvrir une fenêtre sur leur qualité. Or cela passe par le dialogue. Car, qu’on le regrette ou non, il semble que seul ce dialogue soit de nature à apaiser la défiance – en quelque sorte héritée de l’histoire – qu’ont encore certains investisseurs à l’égard des conseils.

Ces investisseurs ne se satisfont pas de la documentation normée – et en particulier du rapport sur le fonctionnement du conseil – pour apprécier la réalité de celui-ci. Les émetteurs et les investisseurs qui ont été entendus et consultés par la Commission s’accordent sur l’idée qu’il est difficile

de rendre compte de ce fonctionnement au travers d'un écrit descriptif – pourtant seul exigé par la loi. D'une manière générale, cette documentation normée, du fait de son inflation en volume, connaît d'ailleurs une sorte d'essoufflement. Trop de papier tue le papier. La voix reprend alors le dessus.

En un sens, la demande des investisseurs accompagne et accélère la transition très profonde constatée depuis plusieurs années au sein des conseils d'administration des sociétés cotées françaises.

2. Une frontière difficile à tracer avec la stratégie

En dépit de l'accent mis sur la gouvernance, la frontière entre gouvernance et stratégie peut s'avérer poreuse voire impossible à tracer. En effet, il entre dans les fonctions du conseil d'administration – en charge des grandes orientations de la société – de participer à l'élaboration de la stratégie.

De plus, certains sujets relevant de la gouvernance sont directement en lien avec des aspects touchant à la stratégie. Il en va ainsi, par exemple, de la rémunération variable des dirigeants. Traditionnellement rangée dans les purs sujets de gouvernance, elle est corrélée à la question de la stratégie pour tout ce qui touche aux critères de performance établis par la société. De même, en cas de crise, les actionnaires ne souhaiteront pas s'en tenir à un simple échange sur la gouvernance, mais chercheront à comprendre les raisons de la crise et, le cas échéant, à questionner la stratégie de la société.

Un grand gestionnaire d'actifs a fait remarquer à la Commission que la gouvernance n'est pas une fin en soi : elle est un actif au service de la stratégie.

Certains émetteurs résolvent cette difficulté de frontière en organisant le *road show* gouvernance conduit par l'administrateur référent très peu de temps après le *capital day* organisé par l'équipe de direction, ce qui facilite la distribution des questions abordées entre les différentes réunions et permet à l'administrateur de renvoyer à la réunion précédente pour toute question relevant de la pure stratégie.

Dans ce type de *road show*, un administrateur référent interrogé par la Commission développe régulièrement trois sujets étroitement liés : 1/ le fonctionnement du conseil ; 2/ la compréhension par ce dernier de la vision stratégique du groupe et son alignement avec elle ; 3/ la rémunération des dirigeants.

Le contenu de ce dialogue est ensuite relaté à l'ensemble du conseil qui est ainsi mieux informé des attentes des actionnaires.

Au centre du dialogue figure donc, à mi-chemin entre la gouvernance et la stratégie, la vérification par les investisseurs de l'alignement d'intérêts et de vues entre le *management* et le conseil. Voilà pourquoi il leur est important qu'une information publique qu'ils connaissent déjà leur soit de nouveau véhiculée par un membre du conseil.

3. Le lien avec la RSE et les parties prenantes

Ainsi que l'a fait valoir un grand investisseur devant la Commission, les défis environnementaux et sociaux de notre époque ne peuvent être relevés qu'à la condition qu'existe une chaîne de responsabilité débutant de l'investisseur final et remontant jusqu'à la direction des entreprises, et dont le chaînon intermédiaire est le conseil d'administration. C'est la raison pour laquelle des thématiques RSE peuvent entrer dans le champ du dialogue recherché par les investisseurs avec les administrateurs.

VI. Acteurs du dialogue

1. Rôle du secrétaire du conseil et du directeur juridique

Les auditions et les consultations de la Commission, ainsi que ses séances de travail internes, ont révélé l'importance, au sein de toute société cotée, du secrétaire du conseil et du directeur juridique qui sont des acteurs et des interlocuteurs clés en matière de gouvernance. Ce sont eux qui sont les premiers et indispensables supports des travaux et documents produits par la société ou par le conseil d'administration en matière de gouvernement d'entreprise.

Il arrive que le dialogue avec les actionnaires soit directement assumé par le secrétaire du conseil ou le directeur juridique, qui peuvent le cas échéant être secondés, en interne ou en externe, par un professionnel de la relation avec les investisseurs. De l'avis des investisseurs, néanmoins, une telle démarche ne peut se substituer à un dialogue direct avec le conseil d'administration. En effet, le conseil n'est pas lié à l'exécutif par un lien de subordination et c'est de lui-même que doivent venir les éléments de nature à attester de son correct fonctionnement.

2. La libre détermination de l'administrateur en charge du dialogue

Un consensus se forge sur l'idée que c'est au conseil de déterminer lui-même quel administrateur il entend faire dialoguer avec les actionnaires et de lui donner un cadre pour engager ce dialogue. Président du conseil d'administration, administrateur référent, président du comité des nominations et rémunérations, ou encore autre administrateur agissant seul ou avec plusieurs de ses homologues : il y a là autant de choix possibles qui sont ouverts aux sociétés.

Il se peut également, en cas de crise grave rendant nécessaire de faire entendre la voix du conseil (offre publique, procédure judiciaire jetant la suspicion sur la société, situation de crise, événement catastrophique, etc.), que le conseil d'administration constitue un comité *ad hoc* spécialement pour assurer une communication directe avec les actionnaires et le marché. C'est alors le président de ce comité *ad hoc* qui assure le dialogue.

Mais cette liberté de choix, par le conseil d'administration de l'émetteur, de l'administrateur en charge du dialogue n'empêche pas qu'un certain nombre de précautions doivent être prises. Précautions que les auditions et les consultations conduites par la Commission ont permis de mettre en lumière et sur lesquelles insiste également le quatrième rapport du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise rendu public en octobre 2017 (*v. supra*).

3. Un administrateur expérimenté et disponible

Les participants aux travaux de la Commission ont insisté sur la nécessité de désigner un administrateur rompu à la communication institutionnelle et suffisamment connaisseur des sujets de gouvernance. Il est nécessaire, en effet, que l'administrateur se sente suffisamment à l'aise pour dialoguer directement avec les actionnaires mais que, dans le même temps, il sache lui-même mettre les limites raisonnables à ce dialogue.

Parmi les paramètres à prendre en compte, il y a aussi la disponibilité de l'administrateur, dans la mesure où le dialogue avec les actionnaires requiert beaucoup de temps et, parfois même, de déplacements – le tout en coordination avec la direction générale et ses diverses interventions auprès des investisseurs. Or il a été rappelé maintes fois à la Commission que le conseil d'administration n'est pas un organe permanent et qu'il n'est donc pas facile d'ériger en interlocuteur permanent l'un de ses membres.

Expérimenté et disponible, il a été jugé par tous naturel, y compris par les investisseurs, que l'administrateur en charge du dialogue se voie accorder un complément de rémunération à raison de cette fonction supplémentaire.

4. Un administrateur accompagné

En pratique, l'administrateur intervient rarement seul lors de ses rencontres avec les investisseurs. Il est le plus souvent accompagné d'une personne rattachée à l'équipe de direction, qui peut être le secrétaire du conseil, le directeur juridique ou encore le responsable de la relation avec les investisseurs (*v. supra*). Cette présence n'a pas pour objet de censurer la parole de l'administrateur – c'est bien sa parole propre que les investisseurs souhaitent entendre – mais de sécuriser le cadre et le déroulement du dialogue. Un des administrateurs auditionnés par le groupe de travail a particulièrement insisté sur l'importance de cet accompagnement. De leur côté, les investisseurs acceptent le principe d'un tel accompagnement, en observant néanmoins qu'il ne devrait pas être confié à des prestataires extérieurs à la société.

5. Le président du conseil

S'il apparaît *prima facie* comme l'interlocuteur tout désigné pour le dialogue, le président du conseil d'administration n'est pas toujours celui qui est attendu par les investisseurs. Dans les sociétés ayant choisi de conserver le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil, il est difficile d'envisager qu'il puisse dialoguer avec les investisseurs en faisant abstraction de sa fonction exécutive. Le dialogue ne peut qu'être appauvri du fait de ce conflit de qualités et les investisseurs auront le sentiment de dialoguer davantage avec le directeur général qu'avec le président du conseil d'administration ; il leur sera alors plus difficile d'apprécier la réalité du travail du conseil et l'implication de ses membres.

Le dialogue avec le président du conseil d'administration est en revanche plus pertinent lorsque la société a choisi d'opter pour la dissociation des fonctions et que le président n'a donc pas de fonctions exécutives. Il est alors le porte-parole naturel du conseil qu'il préside.

De l'avis de la plupart des personnes auditionnées ou consultées, la présence d'un président dissocié n'empêche pas que le dialogue puisse se nouer avec un autre administrateur, par exemple avec le président du comité des nominations et rémunérations s'il est différent, ou avec l'administrateur référent s'il existe.

6. L'administrateur référent

Dans la pratique du dialogue administrateurs-actionnaires, la figure de l'administrateur référent tend à devenir majeure. Ainsi que l'a relevé l'AMF dans son rapport annuel 2017 sur le gouvernement d'entreprise, parmi les sociétés qui se sont dotées d'un administrateur référent, la description des missions publiées fait ressortir que 56 % d'entre eux se voient assigner une fonction gestion de la relation avec les actionnaires⁶⁷. L'administrateur référent, notamment lorsque la société est dirigée par un président-directeur général, se présente comme un point de contact

(67) Rapport AMF 2017 sur le gouvernement d'entreprise, p. 41.

assez naturel pour les investisseurs qui peuvent aisément l'identifier et le solliciter. Souvent, il dispose d'une adresse électronique propre qui est communiquée aux actionnaires et au marché.

L'examen des documents de référence révèle que, au sein des sociétés où a été confiée une mission de dialogue à l'administrateur référent, cette mission se décline très différemment, tant dans son organisation que dans la précision de ses contours.

Néanmoins, il est souvent indiqué que l'administrateur référent doit rendre compte au conseil de ses contacts et ses travaux. Dans la plupart des cas, il dispose des ressources du secrétariat du conseil qu'il peut utiliser pour l'accomplissement de ses missions.

L'administrateur référent ne s'est pas imposé dans toutes les sociétés et le fait qu'une société soit dépourvue d'administrateur référent n'équivaut pas à une absence de dialogue avec ses actionnaires.

VII. Moment et format du dialogue

1. En assemblée générale

Le droit français des sociétés fait de l'assemblée générale le moment privilégié de la rencontre entre les actionnaires et les organes de gouvernance de la société. Voilà pourquoi le paragraphe 19 du Code Afep-MEDEF décrit comme une obligation relevant de la déontologie de tout administrateur d'une société cotée qu'il assiste à cette assemblée. Certains émetteurs se disent très attachés à cette participation, en particulier s'agissant des administrateurs nouvellement élus, qui ont ainsi l'occasion de se présenter aux actionnaires et répondre à leurs éventuelles questions.

Selon l'avis de nombreuses personnes ayant contribué aux travaux de la Commission, le dialogue en assemblée générale montre rapidement ses limites. D'abord, c'est un dialogue ponctuel puisque l'assemblée générale ordinaire ne se tient qu'une fois par an. Ensuite, il est jugé par beaucoup comme très aseptisé, à raison du formalisme légal et statutaire, et des votes par correspondance ou par procuration. Parfois, du

fait de l'exposition des dirigeants, l'assemblée générale peut cristalliser de fortes tensions qui ne sont pas propices à un dialogue serein : incident de séance, interpellation publique, etc. Et force est de constater que les assemblées générales n'attirent plus guère que les actionnaires individuels, lesquels peuvent se satisfaire de ce moment de dialogue, qui n'est cependant plus suffisant, en revanche, pour les investisseurs institutionnels.

2. Hors assemblée générale

Le dialogue administrateurs-actionnaires peut s'établir en amont et en aval de l'assemblée générale. L'introduction en France du *say on pay* a incité les sociétés à se rapprocher des actionnaires en amont de l'assemblée générale pour défendre les rémunérations des dirigeants sur lesquelles ils étaient appelés à voter (*v. supra*). Mais, par-delà le dialogue engagé sur des résolutions particulières, certains émetteurs ont mis en place un dialogue continu avec leurs actionnaires les plus importants, notamment à travers un *road show* spécialement dédié à la gouvernance, des conférences téléphoniques ou encore des échanges d'e-mails.

Le format du dialogue est largement tributaire des ressources que l'émetteur peut mettre dans l'organisation du dialogue. Ce dialogue continu n'étant formalisé dans aucun texte légal ou réglementaire, il est donc librement organisé par la société elle-même. Les émetteurs comme les investisseurs privilégient, autant que possible, le contact direct. Le risque a été évoqué durant les travaux de la Commission d'une normalisation trop poussée du dialogue.

En marge du dialogue proprement dit, un grand gestionnaire d'actifs a mentionné comme exemple de bonne pratique la lettre adressée par le président du conseil à l'ensemble des actionnaires.

3. Hors période de crise/En période de crise

Deux types de dialogue peuvent s'instaurer.

D'une part, il y a le dialogue hors période de crise, qui s'est plus ou moins normalisé et permet aux administrateurs d'échanger avec les actionnaires sur des sujets de gouvernance et/ou, dans une certaine mesure, de stratégie (*v. supra*). Ce dialogue peut être qualifié de préventif en ce sens qu'il a notamment pour objet de solidifier la confiance des investisseurs et de prévenir d'éventuelles crises. Une fois la crise survenue, en effet, il est trop tard pour ouvrir un canal de communication qui avait été fermé jusqu'alors. Cela se vérifie, par exemple, en cas d'entrée au capital d'un actionnaire activiste : plus la société aura créé, par le dialogue, une relation de confiance avec ses investisseurs et plus elle aura de chances d'obtenir leur soutien.

D'autre part, il existe aussi une forme de dialogue en période de crise, mais sa nature est bien différente. Car, en période de crise, l'interlocuteur naturel de l'actionnaire reste la direction de la société. Si l'actionnaire (ou une association d'actionnaires constituée à l'occasion) choisit de prendre langue avec le conseil d'administration, c'est qu'il y a possiblement une remise en cause de la stratégie décidée par la direction ou un blocage dans le dialogue avec celle-ci. Ce n'est pas sur ce dialogue particulier que la Commission a concentré ses travaux. L'accent a plutôt été mis sur le dialogue établi hors période de crise, avec l'idée qu'un tel dialogue, précisément, pouvait permettre d'éviter un certain nombre d'entre elles.

VIII. Obstacles pratiques au dialogue

1. Les ressources des parties au dialogue

Engager un dialogue entre administrateurs et actionnaires suppose qu'il y ait, de part et d'autre, des ressources adaptées. Tous les émetteurs et tous les investisseurs ne peuvent, ou ne veulent, mettre les moyens financiers et humains nécessaires à la promotion d'un tel dialogue.

Le sujet est réel car il a été plusieurs fois, et de toute part, souligné devant la Commission que le dialogue avait un coût.

2. L'intermédiation des agences de conseil en vote et le *box ticking*

La question des ressources des parties au dialogue conduit directement à la question des agences de conseil en vote (*proxy advisors*). En effet, dès lors que les investisseurs ne mettent pas les ressources suffisantes pour développer une expertise interne, ils tendent à s'en remettre aux recommandations que leur proposent les agences de conseil en vote. La tendance naturelle de l'émetteur – surtout si son capital est éclaté – sera alors de chercher en priorité le contact avec l'agence de conseil en vote. Et ceci, afin de lui fournir les éléments nécessaires à l'émission d'une recommandation positive. L'idée étant, à travers elle, de toucher le plus grand nombre possible d'investisseurs.

Pour certains, l'externalisation du pouvoir de l'actionnaire au profit des agences de conseil en vote tend à donc amoindrir l'intérêt d'un dialogue administrateurs-actionnaires, lequel cède la place au dialogue émetteurs-agences de conseil en vote. Or de nombreux émetteurs se plaignent du refus de dialogue opposé par ces agences, lesquelles émettent leurs recommandations en fonction des politiques qu'elles ont établies, selon une logique de *box ticking* qui ne tient pas compte des circonstances particulières à la société. Certains émetteurs pointent également des conflits d'intérêts au niveau des agences de conseil en vote qui mériteraient d'être traités par une régulation plus sévère. Un premier pas dans cette direction devrait être effectué avec la transposition de la directive du 17 mai 2017 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

De leur côté, les agences de conseil en vote font valoir que, en qualité de prestataire de services, leur rôle n'est pas de se substituer aux investisseurs, et qu'elles sont prêtes à dialoguer et à modifier leurs études en conséquence dès lors que le dialogue a lieu suffisamment tôt avant l'assemblée générale. Une agence de conseil en vote a souligné la différence de nature de ce dialogue avec celui entretenu par les actionnaires avec les administrateurs, l'agence de conseil en vote ne dialoguant qu'avec les émetteurs (et non les administrateurs) et uniquement lorsqu'elle a besoin de mieux comprendre les informations communiquées par la société. À cet égard, cette même agence de conseil en vote a pointé que le dialogue avec les émetteurs était facilité au Royaume-Uni par une meilleure accessibilité à l'information publique. Moins l'agence de conseil met de temps à collecter l'information, plus elle a de temps pour échanger à son propos avec la direction de la société.

IX. Les attentes exprimées

1. Inutilité d'une intervention législative

Les auditions et les consultations du groupe de travail ont abouti à un point d'accord quasi unanime : le cadre juridique existant permet le dialogue administrateurs-actionnaires et une intervention législative aux fins de l'encadrer serait inopportune. Le dialogue administrateurs-actionnaires est une matière vivante, variable et en proie à des évolutions rapides. De sorte que les émetteurs doivent avoir un droit à l'expérimentation. Certaines sociétés considèrent au demeurant qu'elles n'ont pas à renforcer leur pratique existante dès lors que leurs performances sont bonnes et que leur gouvernance ne fait l'objet d'aucune contestation.

2. Conserver la liberté mais obtenir de la sécurité

L'idée-force qui ressort des différents avis recueillis est que c'est à la société de s'organiser comme elle l'entend pour répondre aux attentes de ses actionnaires en matière de dialogue avec les administrateurs. Les travaux du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, qui se situent dans cet esprit, ont été salués.

Le souhait a été exprimé par plusieurs participants aux travaux de la Commission que l'autorité des marchés financiers prenne position sur le sujet, au besoin à travers une recommandation. Et cela, non pas pour encadrer normativement ce dialogue, mais pour rassurer les émetteurs qui le pratiquent.

3. La *soft law* privilégiée

Toujours dans l'optique de rassurer les émetteurs qui pratiquent ce dialogue, mais aussi dans le but de montrer l'ouverture des sociétés cotées françaises, il a été suggéré que le Code Afep-MEDEF, qui reconnaît déjà la possibilité de nommer un administrateur référent, intègre d'une façon ou d'une autre la possibilité d'un dialogue entre les administrateurs et les actionnaires.

PARTIE 3

Synthèse et recommandations

Le dialogue continu entre les émetteurs et leurs actionnaires est traditionnellement porté par le dirigeant et ses équipes, à l'occasion de *road shows*, *investor day*, club d'actionnaires, etc.

Dans le cadre de son rôle de défense des intérêts de la société, le conseil d'administration intègre néanmoins naturellement la perspective des actionnaires. Il est donc logique que le conseil puisse obtenir régulièrement de la part du dirigeant et/ou de ses équipes un résumé des éventuels commentaires, remarques ou questions que les actionnaires auraient formulés.

Lorsque le conseil d'administration le décide, un dialogue direct peut parfaitement s'établir entre un ou plusieurs de ses membres non dirigeant(s) – tel qu'un administrateur référent ou un président de comité – et les actionnaires. Il appartient alors au conseil d'administration de déterminer les conditions et les modalités dans lesquelles ce dialogue doit se dérouler.

Force est de constater qu'un dialogue avec les principaux actionnaires est déjà très largement pratiqué au sein de certains grands groupes français qui le considèrent utile. Conforme au droit français et aux pratiques internationales, ce type d'échanges permet notamment d'anticiper les situations de crises ou parfois de remédier à une situation de défiance de la part des actionnaires à l'égard du fonctionnement du conseil d'administration.

En conclusion, notre Commission recommande que l’Afep et le MEDEF engagent une réflexion en vue d’intégrer dans leur Code de gouvernance d’entreprise la thématique du dialogue entre administrateurs et actionnaires. Et ceci non pas tant pour insister sur les précautions qu’appelle un tel dialogue – ce qui est bien sûr nécessaire – que pour en souligner les aspects positifs et inciter les émetteurs à le pratiquer avec les investisseurs qui le sollicitent. Ainsi pourrait-il être recommandé que ces émetteurs mettent en place une politique de dialogue impliquant le conseil.

La Commission recommande que l’Afep et le MEDEF se montrent plus prescriptifs s’agissant de la désignation d’un administrateur référent, qui est le premier interlocuteur indépendant pouvant dialoguer avec les actionnaires en cas de non-dissociation des fonctions de président et de directeur général.

Symétriquement, la Commission recommande que l’AFG engage une réflexion en vue d’intégrer le dialogue entre administrateurs et actionnaires dans ses recommandations en tant que pratique permettant aux investisseurs de remplir leur rôle de contrôle et d’amélioration de la gouvernance des entreprises.

La Commission recommande que, dans les réflexions en cours sur la croissance et la transformation des entreprises, qui se fondent sur le lien étroit existant entre la création de valeur et la bonne gouvernance des entreprises, il ne soit pas perdu de vue que cette dernière demeure du ressort des sociétés et de leurs actionnaires qui doivent être libres de s’organiser selon leurs caractéristiques propres. L’amélioration du fonctionnement des conseils d’administration et le renforcement des droits des minoritaires ne supposent pas nécessairement un traitement juridique lourd. En marge de tout dispositif normatif, le dialogue qui se développe entre les conseils et les actionnaires y pourvoit de façon discrète mais néanmoins efficace. Il s’agit d’un des vecteurs par lesquels la gouvernance des sociétés cotées françaises s’améliore de façon continue.

La Commission recommande que, dans les réflexions en cours sur le partage de valeur et l’engagement sociétal de l’entreprise, le rôle positif

des actionnaires ne soit pas sous-estimé. Le dialogue que les investisseurs nouent avec les conseils sur les problématiques extra-financières constitue l'un des meilleurs vecteurs de prise en compte des défis environnementaux et sociaux auxquels sont confrontées les entreprises. L'engagement sociétal de l'entreprise et l'engagement des actionnaires ne constituent pas deux polarités opposées.

Ces recommandations étant faites, la Commission est d'avis que le dialogue administrateurs-actionnaires n'appelle pas d'intervention particulière de la part du législateur ou de l'autorité de régulation.

ANNEXE 1

RAPPORT DU HAUT COMITÉ DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE, OCTOBRE 2017 *(extraits)*

3.5. Rôle des administrateurs dans le dialogue actionnarial

L'implication du conseil d'administration dans la relation avec les actionnaires (et plus largement avec les investisseurs) est une nécessité reconnue depuis longtemps, notamment par le Code Afep-MEDEF. Elle était déjà mentionnée dans le rapport Viénot I de 1995, dont on sait qu'il est à l'origine de l'élaboration des versions successives du Code. Dans la version actuelle de ce dernier, cette mission est résumée comme suit : « Il appartient à chaque conseil d'administration de définir la politique de communication financière de la société » (§ 4.1).

Par ailleurs, le Code ne traite des rapports entre conseil et actionnaires que dans le cadre de l'assemblée générale, à laquelle est consacré le § 5. En outre, l'assistance aux assemblées générales fait partie des devoirs « déontologiques » de l'administrateur énumérés par le § 19. Le Code n'envisage la participation individuelle des administrateurs au dialogue avec les actionnaires en dehors du cadre de l'assemblée générale que depuis 2013, et en tant que « mission particulière » qui peut être confiée à un administrateur, notamment un vice-président ou administrateur référent, et qui doit alors être décrite (§ 6.3).

La nécessité d'une implication du conseil d'administration dans la relation avec les actionnaires ne soulève donc pas de doute dans la mesure où elle s'exerce de deux manières : le contrôle de l'information fournie aux actionnaires et au marché, et la participation aux assemblées générales.

Cependant, l'établissement d'un dialogue direct entre les administrateurs et les actionnaires fait l'objet d'une pression croissante de la part des investisseurs institutionnels. Cette demande s'inscrit dans une tendance

plus vaste vers leur implication renforcée dans la gouvernance des sociétés :

- mise en place de services spécialisés en gouvernance et publication des politiques de vote chez les investisseurs les plus structurés, augmentation de la contestation des résolutions en assemblée générale, *stewardship* codes, dispositions de la directive européenne sur les « droits des actionnaires », etc. ;
- encouragements à la généralisation du dialogue avec les émetteurs « en amont » des assemblées générales, notamment de la part de l'AMF (recommandation de 2011 sur les agences de conseil en vote, rapport de 2012 sur les assemblées générales, etc.) et des *proxy advisors* ;
- renforcement des moyens et des pratiques du côté des émetteurs (services d'*investor relations*, conférences téléphoniques et *road shows*, négociation préalable des résolutions d'assemblée avec les principaux actionnaires et les *proxy advisors*, etc.).

Selon certains investisseurs institutionnels qui publient leur politique en matière de gouvernement d'entreprise, l'accès direct aux administrateurs est particulièrement justifié dans les circonstances suivantes : crise ou inquiétude particulière, nécessité de vérifier que le conseil remplit bien ses fonctions, grandes opérations.

Le dialogue avec les administrateurs est une pratique courante au Royaume-Uni et aux États-Unis, tout en restant encadrée. Le *UK Corporate Governance Code* considère que le dialogue actionnarial est une responsabilité collégiale du conseil, mais assigne un rôle particulier au chairman et au senior *independent director* : le président doit « discuter gouvernance et stratégie » avec les principaux actionnaires, s'assurer que leurs préoccupations sont portées à la connaissance du conseil, veiller à ce que les administrateurs indépendants et en particulier le senior *independent director* participent aux réunions avec les actionnaires si ceux-ci le souhaitent. Aux États-Unis (où il n'y a pas de Code de gouvernance selon la conception européenne), les organisations d'administrateurs recommandent un dialogue impliquant les administrateurs indépendants, notamment le chairman et le *lead director*, avec les grands actionnaires de long terme.

Cette pratique se heurte à divers obstacles en France, pas toujours appréhendés par les investisseurs étrangers : un contexte juridique peu favorable, et des difficultés pratiques auxquelles la place est plus sensible qu'ailleurs en raison des responsabilités incombant à l'exécutif. Sur le plan juridique, la prudence vis-à-vis de contacts individuels entre des administrateurs et les actionnaires ou les investisseurs se justifie par :

- le souci de ne pas remettre en cause le caractère collégial du conseil qui interdit à un administrateur de prendre publiquement une position personnelle ;
- le nécessaire respect des obligations relatives à l'information du public qui s'impose dans les contacts avec les investisseurs. Même si ces contacts n'amènent pas à prendre le moindre engagement au nom de la société, ils peuvent conduire à donner à certains d'entre eux des informations relevant de ces obligations qui s'appliquent bien entendu aussi à la direction générale et à ses collaborateurs. Mais les administrateurs peuvent hésiter à prendre cette responsabilité qui ne correspond pas à la définition stricte de leurs compétences.

À cette considération juridique s'ajoute le risque pratique de contradictions entre les propos des administrateurs et les positions de la direction générale, d'autant plus que l'objectif poursuivi par les actionnaires est parfois de recouper les informations données par la « voix officielle ».

Il est à noter que les émetteurs allemands, soumis à une pression comparable à celle observée ici alors que leur modèle juridique est aussi éloigné que le nôtre du modèle anglo-américain, font également preuve de prudence. La dernière version du Deutscher Corporate Governance Kodex, adoptée en février 2017, comporte l'ajout suivant : « the Supervisory Board Chair should be available – within reasonable limits – to discuss Supervisory Board-related issues with investors » (§ 5.2). L'intervention dans le dialogue avec les actionnaires est donc réservée au président du conseil (représentant statutairement les actionnaires au sein d'un organe composé, dans les grandes sociétés, pour un tiers ou la moitié de représentants des salariés). En outre, il ne faut pas oublier qu'il s'agit obligatoirement en Allemagne de conseils de surveillance. La distinction entre leurs domaines de compétence et ceux des directoires est sans doute plus aisée que quand il s'agit du couple conseil d'administration/directeur général.

Le Haut Comité considère que la participation des administrateurs au dialogue actionnarial en dehors du cadre de l'assemblée générale tend à devenir une attente des investisseurs. Il recommande cependant que soient prises certaines précautions. Ces recommandations sont les suivantes :

- il appartient à chaque conseil de s'interroger sur les modalités du dialogue ;
- si le mode de gouvernance de la société est une forme de présidence dissociée (ou conseil de surveillance), la mission peut revenir au président du conseil : dans ce cas, elle fait partie des « missions confiées en sus de celles conférées par la loi » qui doivent être décrites conformément au § 2.2 du Code Afep-MEDEF ; elle peut également être confiée à un administrateur référent ou vice-président du conseil, voire à un autre administrateur, mais il est souhaitable de ne pas disperser les responsabilités en multipliant les interlocuteurs ;
- la personne choisie doit de préférence avoir une expérience de la communication institutionnelle, et recevoir le cas échéant une formation adéquate ;
- la mission doit être en premier lieu d'explicitier les positions prises par le conseil dans ses domaines de compétence (notamment en matière de stratégie, de gouvernance et de rémunération des dirigeants), et qui ont fait préalablement l'objet d'une communication ; cela implique une coordination étroite avec le président du conseil si ce n'est pas à lui que la mission est confiée ;
- elle peut être ensuite de veiller à ce que les actionnaires reçoivent l'information qu'ils attendent sur la société (et non de fournir cette information) ; cela implique une coordination étroite avec le directeur général ou ses collaborateurs chargés de la relation avec les actionnaires, et les réunions ou contacts téléphoniques doivent sauf exigence explicite des interlocuteurs être conduits en leur présence ;
- l'administrateur doit rendre compte au conseil de l'exécution de sa mission.

ANNEXE 2

UK CORPORATE GOVERNANCE CODE 2016 (Royaume-Uni) *(extracts)*

Section A: Leadership

[...]

A.3: The Chairman

Main Principle

The chairman is responsible for leadership of the board and ensuring its effectiveness on all aspects of its role.

Supporting Principles

The chairman is responsible for setting the board's agenda and ensuring that adequate time is available for discussion of all agenda items, in particular strategic issues. The chairman should also promote a culture of openness and debate by facilitating the effective contribution of non-executive directors in particular and ensuring constructive relations between executive and non-executive directors.

The chairman is responsible for ensuring that the directors receive accurate, timely and clear information. The chairman should ensure effective communication with shareholders.

Code Provision

A.3.1. The chairman should on appointment meet the independence criteria set out in B.1.1 below. A chief executive should not go on to be chairman of the same company. If exceptionally a board decides that a chief executive should become chairman, the board should consult major shareholders in advance and should set out its reasons to shareholders at the time of the appointment and in the next annual report. *[footnote: Compliance or otherwise with this provision need only be reported for the year in which the appointment is made.]*

Section B: Effectiveness

[...]

B.4: Development***Main Principle***

All directors should receive induction on joining the board and should regularly update and refresh their skills and knowledge.

Supporting Principles

The chairman should ensure that the directors continually update their skills and the knowledge and familiarity with the company required to fulfil their role both on the board and on board committees. The company should provide the necessary resources for developing and updating its directors' knowledge and capabilities.

To function effectively all directors need appropriate knowledge of the company and access to its operations and staff.

Code Provisions

B.4.1. The chairman should ensure that new directors receive a full, formal and tailored induction on joining the board. As part of this, directors should avail themselves of opportunities to meet major shareholders.

B.4.2. The chairman should regularly review and agree with each director their training and development needs.

Section E: Relations with shareholders

E.1: Dialogue with Shareholders

Main Principle

There should be a dialogue with shareholders based on the mutual understanding of objectives. The board as a whole has responsibility for ensuring that a satisfactory dialogue with shareholders takes place. [footnote: Nothing in these principles or provisions should be taken to override the general requirements of law to treat shareholders equally in access to information.]

Supporting Principles

Whilst recognising that most shareholder contact is with the chief executive and finance director, the chairman should ensure that all directors are made aware of their major shareholders' issues and concerns.

The board should keep in touch with shareholder opinion in whatever ways are most practical and efficient.

Code Provisions

E.1.1. The chairman should ensure that the views of shareholders are communicated to the board as a whole. The chairman should discuss governance and strategy with major shareholders. Non-executive directors should be offered the opportunity to attend scheduled meetings with major shareholders and should expect to attend meetings if requested by major shareholders. The senior independent director should attend sufficient meetings with a range of major shareholders to listen to their views in order to help develop a balanced understanding of the issues and concerns of major shareholders.

E.1.2. The board should state in the annual report the steps they have taken to ensure that the members of the board, and in particular the non-executive directors, develop an understanding of the views of major shareholders about the company, for example through direct face-to-face contact, analysts' or brokers' briefings and surveys of shareholder opinion.

E.2: Constructive Use of General Meetings

Main Principle

The board should use general meetings to communicate with investors and to encourage their participation.

Code Provisions

E.2.1. At any general meeting, the company should propose a separate resolution on each substantially separate issue, and should in particular propose a resolution at the AGM relating to the report and accounts. For each resolution, proxy appointment forms should provide shareholders with the option to direct their proxy to vote either for or against the resolution or to withhold their vote. The proxy form and any announcement of the results of a vote should make it clear that a 'vote withheld' is not a vote in law and will not be counted in the calculation of the proportion of the votes for and against the resolution.

E.2.2. The company should ensure that all valid proxy appointments received for general meetings are properly recorded and counted. For each resolution, where a vote has been taken on a show of hands, the company should ensure that the following information is given at the meeting and made available as soon as reasonably practicable on a website which is maintained by or on behalf of the company:

- * the number of shares in respect of which proxy appointments have been validly made;

- * the number of votes for the resolution;

- * the number of votes against the resolution; and

- * the number of shares in respect of which the vote was directed to be withheld.

When, in the opinion of the board, a significant proportion of votes have been cast against a resolution at any general meeting, the company should explain when announcing the results of voting what actions it intends to take to understand the reasons behind the vote result.

E.2.3. The chairman should arrange for the chairmen of the audit, remuneration and nomination committees to be available to answer questions at the AGM and for all directors to attend.

E.2.4. The company should arrange for the Notice of the AGM and related papers to be sent to shareholders at least 20 working days before the meeting. For other general meetings this should be at least 14 working days in advance.

ANNEXE 3

COMPLIANCE AND DISCLOSURE INTERPRETATIONS ("C&DIS") OF REGULATION FAIR DISCLOSURE ("REGULATION FD") (États-Unis) (extracts)

Section 101. Rule 100: General Rule Regarding Selective Disclosure

[...]

Question 101.11

Question: Does Regulation FD prohibit directors from speaking privately with a shareholder or groups of shareholders?

Answer: No. Regulation FD prohibits a company or a person acting on its behalf — such as directors, executive officers and investor relations personnel — from selectively disclosing material, non-public information to a shareholder under circumstances in which it is reasonably foreseeable that the shareholder will purchase or sell the company's securities on the basis of that information. If a company's directors are authorized to speak on behalf of the company and plan on speaking privately with a shareholder or group of shareholders, then the company should consider implementing policies and procedures intended to help avoid Regulation FD violations, such as pre-clearing discussion topics with the shareholder or having company counsel participate in the meeting. In addition, because Regulation FD does not apply to disclosures made to a person who expressly agrees to maintain the disclosed information in confidence, a private communication between an independent director and a shareholder would not present Regulation FD issues if the shareholder provided such an express agreement. [June 4, 2010]

**NYSE: CORPORATE GOVERNANCE GUIDE
(NOVEMBRE 2014) (États-Unis)**

(extracts)

Collaborative dimension (page 18)

Our discussion of the quantitative and qualitative dimensions of governance has focused almost exclusively on attributes and behaviors of corporate issuers and their boards. Increasingly, however, both investors and issuers alike are devoting more resources and energy to engaging with one another. This engagement takes various forms at various times but is an increasingly common and effective means of bringing about change. Engagement is likely to be a discussion topic at practically every corporate governance and director education conference, and at least two cross-constituency industry groups—the Shareholder-Director Exchange (SDX) and The Conference Board Governance Center— issued reports on corporate/shareholder engagement in the first quarter of 2014. While discussion of engagement often jumps right to the one-on-one dialogue between investors and company executives or board members, the Conference Board’s Guidelines for Investor Engagement (March 2014) makes the point that in many respects engagement, broadly defined, begins with companies’ disclosures to investors generally, as well as investors’ disclosures regarding their views on key issues. The more context behind their decisions and actions that issuers can provide in their public disclosures, the better positioned investors are to make informed decisions— either regarding voting at the company’s shareholder meeting or further engagement.

Likewise, the more transparent investors are with their points of view on key issues, the better positioned investee companies are to be responsive to those concerns. Nonetheless, there are often instances in which one-to-one engagement—beyond communicating through disclosure— between investors and issuers is a productive exercise.

While it is increasingly common for companies and their largest investors to have routinely scheduled opportunities to exchange views (often at a different time of year than the company's annual meeting), the majority of engagements are still reactive—initiated by one party or the other in response to a particular issue. The bulk of reactive engagement initiated by companies tends to be driven by a few factors. Among these are adverse recommendations issued by proxy advisory firms on company proposals or votes actually cast against company proposals by investors. In these instances, executives or board members reach out to investors to explain the company's rationale for supporting their proposals and seek either to refute proxy advisory firm recommendations against them or to convince investors to reconsider their votes. Investors typically reach out to companies either to clarify information regarding or communicate concerns with proposals to be presented at a shareholder meeting, or to discuss concerns with some aspect of corporate governance (that may or may not be the subject of a shareholder vote). For example, some institutional investors will write to or otherwise contact a subset of companies in their portfolio at which they're seeking to effect some sort of governance reform (eg adoption of majority voting). This outreach is typically the first step in a dialogue between the investor and the company and very often results in the adoption of responsive changes by the company. There has been ongoing discussion—and ample coverage in the two engagement studies cited earlier—as to the appropriate participants from the company in this dialogue. Investors are increasingly interested in discussing certain matters with members of the board, as opposed to members of management. In particular, where the decision-making on a particular matter is exclusively in the purview of the board (eg compensation of the CEO), investors are more inclined to expect dialogue with the relevant member(s) of the board (eg the chair of the compensation committee for concerns related to CEO pay). To this end, we believe that boards may be well-served by the designation of a committee of directors to serve as the focal point for engagement and other interactions with key shareholders.

16 Communications strategies (page 124)

Boards of directors and management teams are now routinely challenged—both privately and publicly—by investors, sellside analysts, industry experts, regulators, and others. They are finding that their decisions are increasingly being scrutinized— from executive compensation, corporate governance practices, and capital allocation to the ability to develop and implement strategic plans. Boards and management teams that are perceived to be lax or indifferent in addressing these issues often face public opposition and proxy challenges by activist investors. Notably, traditional institutional investors are no longer sitting on the sidelines: they are increasingly supporting activist activity—and in some cases, instigating it. The best defense is often a good offense. This begins with execution and shareholder returns. Ensuring that the investment community understands and supports a company’s strategy is also an important element. Board engagement and strategic investor communications can help foster this understanding. While engagement and advance preparation will not prevent shareholder activism, it can significantly influence the outcome when a proxy contest occurs.

Communications in peacetime

The traditional role of a board of directors has been to set strategy and to hold management accountable for executing that strategy. But the role of the board has evolved. The expectation for regular dialogue between the executive management team and shareholders, which has long been “best practice” in investor relations, today has been extended to directors as well. Investors expect directors to be knowledgeable about the business, engaged in the strategy, and accessible to answer questions and share points of view on the company, its peers, and the industry landscape.

Externally, the board has an unmatched degree of authority and credibility. It can reinforce and support the management team, while at the same time holding them accountable for performance. Accordingly, when speaking with investors, they must strike a balance so as to not undermine management.

Ensuring that management remains the primary spokespersons with shareholders, particularly outside of a proxy contest, will help achieve this balance. Director/ investor communications should largely occur around normal course events where management is present, such as investor days, or in select investor roadshow meetings when a director's presence can help support the company's investment rationale or an investor relationship. Director accessibility and outreach should also be considered when shareholders are questioning boardlevel matters, such as company leadership, executive compensation or governance policies outside of management's purview.

At smaller companies with fewer resources, directors may take on a more active communications posture to augment the executive management team. At organizations where the chair and CEO roles are combined, a strong independent lead director can be an influential counterweight. Directors can be important ambassadors to the investment community. Providing shareholders with access to a director reinforces that a company (1) has an active and engaged board, (2) is committed to sound governance policies and practices, and (3) takes seriously the views of its shareholders. Such director/ shareholder relationships can also be important in establishing trust and a strong base of supportive shareholders. Indeed, if a company first undertakes serious outreach to the investment community when a proxy contest is underway or imminent, it is likely to be too late to establish the relationships and credibility needed to mount a formidable defense. When identifying targets for investor/ director meetings, it is important to consider not just an institution's portfolio managers with whom management regularly interacts but also that institution's governance/proxy advisory boards. Often in a proxy contest, these governance bodies, sometimes in conjunction with and sometimes instead of the portfolio managers, are the ones who control the voting of an institution's shares.

While establishing a relationship in advance may not be determinative in a vote, it can help create a climate of greater receptivity and trust. Before any meeting with investors— activist or otherwise— board members should be informed and prepared. Directors must be armed with details about management’s prior engagement with the shareholder, the shareholder’s investment focus and history with the company, as well as any public or private statements that the shareholder has made about the company. Directors are encouraged to run through mock Q&As and other role-playing exercises to prepare for investor meetings and ensure that directors know how far they can go on key topics. [...]

ANNEXE 4

DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX (FÉVRIER 2017) (Allemagne)

(extracts)

5.2 Duties and Authorities of the Supervisory Board Chair (amended 7th February 2017)

The Supervisory Board Chair is elected by the Supervisory Board from among its members. The Chair coordinates the activities of the Supervisory Board, chairs its meetings and safeguards the matters of the Supervisory Board externally.

The Supervisory Board Chair should be available – within reasonable limits – to discuss Supervisory Board-related issues with investors.

Between meetings, the Supervisory Board Chair shall be in regular contact with the Management Board, in particular the Management Board Chair or Spokesperson, in order to discuss with them issues of strategy, planning, business development, the risk situation, risk management and compliance of the company. The Management Board Chair or Spokesperson informs the Supervisory Board Chair without undue delay of major events that are of material importance for the assessment of the company's status and performance, and for the management of the company. The Supervisory Board Chair subsequently informs the Supervisory Board and, if required, shall convene an extraordinary Supervisory Board meeting.

Extrait d'un communiqué de presse de la Commission du Code de gouvernance le 14 février 2017

Press release dated 14 February 2017

**Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex
Resolutions published for changes to the German Corporate
Governance Code in 2017**

[...]

International best practice concerning investor dialogue

The Regierungskommission discussed, in great detail, the issue as to whether the Chairman of the Supervisory Board should be required (and permitted) to engage in dialogue with investors, in line with international best practice as well as common practice already established in many cases in Germany. Having duly considered all arguments made, the Regierungskommission now suggests that the Chairman of the Supervisory Board be prepared (under appropriate conditions) to discuss topics relevant to the Supervisory Board with investors (section 5.2). These are issues within the sole responsibility of the Supervisory Board, and which it must decide upon on its own. In accordance with this suggestion, the Chairman of the Supervisory Board will have certain discretion with whom and when he/she would like to conduct a discussion.

INDEX

Actionnaire :

- activiste : p. 44 et s.
- de contrôle : p. 46 et s.
- de court terme : p. 43 et s.
- de long terme : p. 43 et s.
- devoirs (de l') : p. 35.
- égalité (principe) : p. 34.
- institutionnel : p. 9 ; p. 13 ; p. 35 et s.
- passif (fonds) : p. 38 ; p. 44 et s.

Administrateur :

- activiste : p. 44 et s.
- de contrôle : p. 46 et s.
- de court terme : p. 43 et s.
- de long terme : p. 43 et s.
- devoirs (de l') : p. 35.
- égalité (principe) : p. 34.
- institutionnel : p. 9 ; p. 13 ; p. 35 et s.
- passif (fonds) : p. 38 ; p. 44 et s.

Agence de conseil en vote : p. 37 ; p. 58 et s.

Anchor shareholder : p. 44.

Assemblée générale : . 22 et s. ; p. 55 et s.

Association française de la gestion financière (AFG) : p. 22 ; p. 62.

Autorité des marchés financiers (AMF) : p. 21 ; p. 23 ; p. 28 ; p. 31 ;
p. 34 ; p. 54.

Box ticking : p. 41 ; p. 58.

Capital day : p. 50.

Club d'actionnaires : p. 21 ; p. 34 ; p. 61.

Code de gouvernance d'entreprise :

- Code Afep-MEDEF : p. 10 ; p. 22 ; p. 24 ; p. 32 ; p. 55 ; p. 62.
- Code NYSE : p. 26.
- *UK corporate governance code* : p. 65.

Collégialité (principe de) : p. 30 et s.

Comité :

- *ad hoc* : p. 52.
- d'actionnaires : p. 21 ; p. 34.
- des nominations et rémunérations : p. 52 ; p. 54.

Confidentialité (obligation de) : p. 32 et s.

Conseil d'administration :

- fonctionnement : p. 30 et s.
- missions : p. 11 et s. ; p. 28 et s.
- président : p. 30 ; p. 48 ; p. 54 et s.

Conseil de surveillance : p. 48.

Conventions réglementées : p. 47.

Dialogue :

- acteurs : p. 51 et s.
- cadre juridique : p. 19 et s.
- contenu : p. 48 et s.
- évolution : p. 35 et s.
- format : p. 55 et s.
- intérêt : p. 11 et s.
- moment : p. 5 et s.
- obstacles : p. 58 et s.

Directeur juridique : p. 51 et s.

Directive 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires) : p. 5 ; p. 19 et s., p. 36.

Directoire : p. 29.

Documentation normée : p. 6 ; p. 30.

Engagement à long terme : p. 9 ; p. 35 et s. ; p. 58.

État actionnaire : p. 21 ; p. 45.

Gestionnaire d'actifs : p. 35 et s. ; p. 44 et s.

Gouvernance : p. 9 et s. ; p. 26 et s. ; p. 40 et s. ; p. 49 et s. ; p. 61 et s.

Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise : p. 13 ; p. 24 ; p. 59.

Hiérarchie des organes (principe de) : p. 28 et s.

Information privilégiée : p. 33 et s. ; p. 48.

Information réglementée : p. 19.

Intérêt social : p. 29 ; p. 33 ; p. 35.

Investisseur (v. actionnaire).

Investor day : p. 61.

Investor relations : p. 53.

Ownership gap : p. 45.

Parties prenantes : p. 51.

Proxy advisor (v. agence de conseil en vote).

Questions écrites : p. 20.

Rémunération des dirigeants : p. 45 ; p. 47 ; p. 49 et s.

Représentation légale : p. 28 et s.

Responsabilité sociétale et environnementale des entreprises (RSE) : p. 51 ; p. 62.

Salariés : p. 21 ; p. 45

Say on pay : p. 47 ; p. 56.

Selective disclosure : p. 27.

Secrétaire du conseil d'administration : p. 51.

Shareholder engagement : p. 41.

Société anonyme

- à capital ouvert : p. 46.
- contrôlée : p. 46.
- dualiste : p. 48.
- moniste : p. 48.

Soft law : p. 60.

Stewardship : p. 38 et s.

Stratégie : p. 12 ; p. 42 et s. ; p. 50 et s.

Road show : p. 8 ; p. 50 ; p. 52 ; p. 56.

Viénot (rapport) : p. 10.



Association déclarée - 4, rue de la Planche 75007 Paris

Tél. : 01 53 63 40 04

www.leclubdesjuristes.com

Retrouvez-nous sur :

