



**DIDIER MARTIN
ET BENJAMIN
KANOVITCH**

Associé chez Bredin
Prat, membre du Club
des juristes, et associé
chez Bredin Prat

Les enjeux pratiques du « say on pay » à la française

Une des dispositions les plus débattues de la loi Sapin II a pour objet de renforcer considérablement le pouvoir des actionnaires en matière de rémunération des dirigeants. Alors que les actionnaires activistes prennent souvent pour prétexte médiatique les questions de rémunération des dirigeants dans le cadre de leur tentative de déstabilisation des émetteurs, les actionnaires institutionnels ont au contraire démontré leur attachement à une vision pragmatique (« pay for performance »). Les principaux gestionnaires d'actifs, au premier rang desquels BlackRock, avaient indiqué ne pas demander un vote supplémentaire en assemblée mais appellent plutôt à un renforcement de l'information des actionnaires sur les critères de performance et leur niveau d'atteinte ainsi qu'un dialogue accru avec les émetteurs en amont des assemblées (« road shows gouvernance »), ce qui est d'ailleurs conforme aux règles et recommandations de l'AMF.

Néanmoins, le Parlement a considéré que les actionnaires étaient les mieux placés pour « réguler » les « excès » des rémunérations des dirigeants. Si les taux

d'approbation en assemblée générale des résolutions « say on pay » s'établissent à 90,6 % en moyenne en 2016 (CAC 40), il aura suffi des cas particuliers comme Renault et Alstom pour que le législateur adopte un régime – unique au monde – qui cumule un vote ex ante annuel sur la politique de rémunération ainsi qu'un vote annuel ex post sur la rémunération individuelle de chaque dirigeant. Contrairement au régime antérieur, ces deux votes sont désormais impératifs. En particulier, aucun versement des rémunérations variables et exceptionnelles ne peut intervenir sans l'approbation préalable des actionnaires.

Ces modifications législatives à répétition sont bien souvent source d'incertitudes juridiques. Le décret d'application est d'ailleurs toujours en cours de discussion alors même que les émetteurs sont en train de finaliser la documentation qui sera prochainement soumise aux actionnaires. Ces derniers seront appelés à voter non seulement sur les résolutions au titre de la loi Sapin II, mais également sur une résolution prévue par le Code de gouvernement d'entreprise (Afep-Medef) sur la rémunération au titre de l'année précédente, ainsi que des résolutions spécifiques sur les indemnités de départ, les indemnités de non-concurrence ou encore les retraites chapeaux. Les champs d'application de ces multiples résolutions se chevauchent en grande partie avec, en cas de votes contradictoires, un risque important de confusion.

Reste à espérer pour la place de Paris que les agences de conseil de vote (« proxy advisors ») et les investisseurs institutionnels adoptent des politiques de vote lisibles, cohérentes et orientées vers la performance des émetteurs sur le long terme. Ainsi, la performance des dirigeants pourrait être appréciée non seulement sur des critères quantitatifs, mais également sur la base de critères qualitatifs, en lien avec les enjeux sociaux économiques ou environnementaux. ■