

FR

FR

FR



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 5.4.2011
COM(2011) 164 final

LIVRE VERT

Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE

LIVRE VERT

Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

La Commission a récemment rappelé sa détermination à construire un marché unique fort et prospère, recentré sur le citoyen et de nature à regagner sa confiance. Comme elle le soulignait dans sa communication intitulée «Vers un Acte pour le marché unique», «[i]l est primordial que les entreprises européennes fassent preuve de la plus grande responsabilité, tant vis-à-vis de leurs employés et de leurs actionnaires qu'à l'égard de la société en général»¹. La gouvernance d'entreprise et la responsabilité sociale des entreprises sont essentielles à la confiance des citoyens dans le marché unique. Elles contribuent aussi à la compétitivité des entreprises européennes: des entreprises bien gérées et durables sont les mieux à même de contribuer aux objectifs ambitieux définis en matière de croissance dans la stratégie Europe 2020². En ce qui concerne la responsabilité sociale des entreprises, la Commission a déjà organisé une consultation publique sur la publication d'informations non financières par les entreprises³ et, plus tard dans l'année, elle présentera une nouvelle initiative-cadre, qui traitera des défis sociétaux auxquels les entreprises sont confrontées.

Dans leur communiqué du 5 septembre 2009, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20 ont souligné que des mesures devraient être prises pour assurer une croissance durable et construire un système financier international plus robuste. La gouvernance d'entreprise est un moyen de juguler ces pratiques nuisibles que sont le court-termisme et la prise de risque excessive⁴. Le présent Livre vert a pour objet d'évaluer l'efficacité du cadre régissant actuellement la gouvernance des entreprises européennes, à la lumière des considérations qui précèdent.

La gouvernance d'entreprise est classiquement définie comme le système de direction et de contrôle des entreprises⁵ et comme un ensemble de relations entre la direction de l'entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et ses autres parties prenantes⁶. Le cadre régissant la gouvernance d'entreprise des sociétés cotées dans l'Union européenne est une combinaison de dispositions législatives contraignantes et de mesures non contraignantes

¹ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions: «Vers un Acte pour le marché unique – Pour une économie sociale de marché hautement compétitive», COM(2010) 608 final/2, p. 27.

² Voir les conclusions du Conseil européen du 17 juin 2010, disponibles sur: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/115348.pdf.

³ La consultation organisée sur la publication d'informations non financières par les entreprises a pris fin en janvier 2011. Voir http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

⁴ Voir aussi, notamment: OCDE, *Corporate Governance and the Financial Crisis – Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles* (Ndt: disponible en anglais uniquement), février 2010.

⁵ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (rapport Cadbury), 1992, p. 15, disponible sur: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

⁶ Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, 2004, p. 11, disponible sur: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>.

(«soft law»), comprenant notamment des recommandations⁷ et des codes de gouvernance d'entreprise. Si les codes de gouvernance d'entreprise sont adoptés au niveau national, la directive 2006/46/CE encourage leur application en prévoyant que les sociétés cotées doivent préciser dans leur déclaration sur le gouvernement d'entreprise à quel code elles sont soumises et doivent rendre compte de l'application de ce code selon le principe «appliquer ou expliquer» («comply or explain»)⁸.

Afin d'isoler les aspects les plus fondamentaux d'une bonne gouvernance d'entreprise dans l'UE et de préparer le présent Livre vert, la Commission a conduit des entretiens auprès d'un échantillon de sociétés cotées issues de différents États membres et de différents secteurs économiques et présentant également des niveaux de capitalisation et des structures de participation différents. Elle a aussi tenu des réunions avec des experts de la gouvernance d'entreprise, ainsi qu'avec des représentants de la communauté des investisseurs et de la société civile. Le Livre vert sur le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération⁹, adopté en juin 2010, avait déjà permis de mettre le doigt sur des aspects essentiels, par exemple sur le fait que l'implication des actionnaires est importante pour les entreprises en général, et non pas seulement pour les établissements financiers¹⁰. Les établissements financiers constituent toutefois un cas à part, en raison des problèmes spécifiques de gestion efficace des risques auxquels ils font face et du risque systémique qu'ils peuvent représenter pour le système financier. Aussi les solutions envisagées dans le Livre vert de juin 2010 pourraient-elles ne pas convenir à l'ensemble des entreprises de l'UE. Dans ces conditions, trois sujets ont été retenus dans le présent Livre vert pour le rôle essentiel qu'ils jouent dans une bonne gouvernance d'entreprise:

- le conseil d'administration – pour pouvoir contester des décisions de gestion, il faut des conseils d'administration efficaces et hautement performants, c'est-à-dire comprenant des membres non exécutifs qui possèdent la diversité de vues, de compétences et d'expérience professionnelle nécessaire. Ces membres doivent également être disposés à investir suffisamment de temps dans les travaux du conseil d'administration. Le rôle du président est particulièrement important, tout comme le sont les responsabilités du conseil d'administration en matière de gestion des risques;
- les actionnaires – le cadre régissant la gouvernance d'entreprise part de l'hypothèse que les actionnaires s'impliquent dans l'entreprise et veillent à ce que la direction rende compte de ses résultats. Or il apparaît que la plupart des actionnaires restent passifs et ne s'intéressent souvent qu'aux seuls bénéficiaires à court terme. Il semble donc opportun de s'interroger sur la possibilité d'encourager un plus grand nombre d'actionnaires à s'intéresser à l'obtention de résultats sur la durée et aux performances de long terme, ainsi que sur la manière de les inciter à être plus actifs sur les questions touchant à la gouvernance d'entreprise. En outre, d'autres questions se posent en fonction de la structure d'actionnariat, comme celle de la protection des actionnaires minoritaires;

⁷ Pour la liste des mesures applicables dans l'UE en matière de gouvernance d'entreprise, voir l'annexe 2.
⁸ Selon ce principe, une société qui décide de déroger à un code de gouvernance d'entreprise doit indiquer les parties de ce code auxquelles elle déroge et les raisons de cette dérogation.

⁹ COM(2010) 284; voir également la synthèse des réponses à ce Livre vert de la Commission, disponible en anglais sur:

¹⁰ http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

Voir le Livre vert précité, points 3.5 et 5.5.

- comment appliquer l'approche «appliquer ou expliquer», qui sous-tend le cadre de la gouvernance d'entreprise de l'UE. Une étude récente¹¹ a montré que la qualité informative des explications publiées par les entreprises qui dérogent aux recommandations formulées dans leur code de gouvernance d'entreprise n'est – dans la plupart des cas – pas satisfaisante et que, dans un grand nombre d'États membres, le respect de ces codes est insuffisamment contrôlé. Il y a donc lieu d'examiner comment améliorer cette situation.

Deux questions préliminaires doivent aussi retenir l'attention.

Premièrement, les règles européennes en matière de gouvernance d'entreprise s'appliquent aux sociétés cotées (c'est-à-dire aux sociétés qui émettent des actions admises à la négociation sur un marché réglementé). D'une manière générale, elles n'opèrent pas de distinction selon la taille¹² ou le type de société. Il existe toutefois, dans certains États membres, des codes de gouvernance d'entreprise spécifiquement adaptés aux petites et moyennes entreprises cotées¹³, où l'actionnaire majoritaire peut, par exemple, cumuler cette fonction avec celle de directeur. Ces codes contiennent des recommandations qui tiennent compte de la taille et de la structure de l'entreprise et qui sont donc moins complexes à mettre en œuvre pour les petites entreprises. Dans d'autres États membres, des codes conçus pour toutes les sociétés cotées contiennent des dispositions adaptées aux petites sociétés¹⁴. La question est donc de savoir si l'UE devrait opter pour une approche différenciée et comment tenir compte au mieux des possibles difficultés de mise en œuvre de certaines pratiques de gouvernance par les sociétés de tous types et de toutes tailles¹⁵.

Deuxièmement, une bonne gouvernance d'entreprise peut aussi importer aux détenteurs de parts de sociétés non cotées. Or, si certains aspects de la gouvernance d'entreprise sont déjà couverts par les dispositions du droit des sociétés applicables aux sociétés privées, beaucoup d'autres ne le sont pas. Peut-être faudra-t-il donc encourager la publication de recommandations en matière de gouvernance d'entreprise à l'intention des sociétés non cotées. De fait, une gouvernance adaptée et efficace compte tout autant pour les sociétés non cotées, a fortiori vu l'importance économique de certaines sociétés non cotées de très grande taille. En outre, faire peser des contraintes excessives sur les sociétés cotées pourrait rendre l'inscription à la cote moins attrayante. On ne saurait toutefois se contenter de transposer les principes conçus pour les sociétés cotées aux sociétés non cotées, parce que les défis auxquels les unes et les autres font face sont très différents. Des codes volontaires ont déjà été rédigés, et des

¹¹ *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, disponible sur: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

¹² Mais il y a des exceptions. Par exemple, l'article 41, paragraphe 1, second alinéa, de la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil (JO L 147 du 9.6.2006, p. 87) autorise les États membres à permettre aux PME qui sont des sociétés cotées de ne pas instituer de comité d'audit distinct.

¹³ Voir, par exemple, le Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites, Middelnext, décembre 2009, disponible sur: <http://www.middelnext.com/>.

¹⁴ Voir, par exemple, le UK Corporate Governance Code, disponible sur <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

¹⁵ On retrouve cette logique consistant à alléger les charges administratives des petites et moyennes entreprises dans la révision en cours des directives comptables (directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil), même si ce sont essentiellement les sociétés non cotées qui seront ciblées, ainsi que dans le Livre vert sur la politique en matière d'audit publié en 2010, COM(2010) 561, disponible sur: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_fr.pdf.

initiatives prises, par des organismes professionnels au niveau européen¹⁶ ou national¹⁷. La question est donc de savoir si une action de l'UE concernant la gouvernance d'entreprise dans les sociétés non cotées est nécessaire.

Questions:

- (1) Les règles fixées par l'UE en matière de gouvernance d'entreprise devraient-elles tenir compte de la taille des sociétés cotées? Comment? Faudrait-il mettre en place un régime différencié et proportionné pour les petites et moyennes entreprises cotées? Y aurait-il des définitions ou des seuils appropriés à retenir? Dans l'affirmative, veuillez indiquer, le cas échéant, comment les adapter aux PME lorsque vous répondrez aux questions ci-dessous.
- (2) Convierait-il de prendre des mesures au niveau de l'UE en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise des sociétés non cotées? L'UE devrait-elle se concentrer sur des mesures visant à promouvoir l'élaboration et l'application de codes volontaires pour les sociétés non cotées?

1. CONSEILS D'ADMINISTRATION

Dans le présent Livre vert, le terme «conseil d'administration» fait essentiellement référence à la fonction de surveillance exercée par les administrateurs. Dans une structure duale, cette fonction incombe généralement au conseil de surveillance¹⁸. Le terme «administrateur non exécutif» comprend les membres du conseil de surveillance dans une structure duale.

Les conseils d'administration ont un rôle essentiel à jouer dans la responsabilisation des entreprises et, à bien des égards, le rôle joué par leur président semble avoir un impact considérable sur leur fonctionnement et leurs bons résultats. Aussi pourrait-il être utile de définir plus clairement la position et les responsabilités de président du conseil d'administration.

Question:

- (3) L'UE devrait-elle prendre des mesures visant à assurer une séparation claire entre la fonction et les responsabilités du président du conseil d'administration, d'une part, et celles du directeur général, d'autre part?

¹⁶ *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, Confédération européenne des associations d'administrateurs (ecoDa), disponible sur: http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

¹⁷ Voir, par exemple, en Belgique, le Code Buisse: *Corporate Governance – Recommandations à l'attention des entreprises non cotées en bourse* (http://www.codebuisse.be/downloads/CodeBuisse_FR.pdf); en Finlande, l'initiative de la Chambre centrale du commerce, *Improving corporate governance of unlisted companies* (<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972>); au Royaume-Uni, l'initiative de l'Institute of Directors, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf).

¹⁸ Le présent Livre vert n'a aucune incidence sur le rôle assigné aux différents organes d'une société ni sur la participation des salariés au conseil d'administration tels qu'ils sont prévus en droit national.

Les autres questions qui méritent d'être approfondies en vue de permettre aux conseils d'administration de contester efficacement des décisions de gestion sont examinées ci-après.

1.1. Composition du conseil d'administration

La composition du conseil d'administration doit être adaptée aux activités de la société. Les administrateurs non exécutifs doivent être choisis selon un large éventail de critères: compétence, qualifications professionnelles, expérience, qualités personnelles, indépendance et diversité¹⁹.

La diversité des profils et des parcours de ses membres permet au conseil d'administration de s'appuyer sur un large éventail de valeurs, de points de vue et de compétences²⁰. Le champ de ses ressources et de son expertise s'en trouve élargi. Des expériences de direction diversifiées, une appartenance nationale ou régionale ou la mixité hommes-femmes peuvent constituer des moyens efficaces de prévenir les réflexes suivistes et de donner naissance à des idées nouvelles. La diversité nourrit le débat, favorise la vigilance et relève les enjeux au sein du conseil d'administration. La qualité des décisions peut s'en trouver améliorée, mais le processus décisionnel peut alors prendre plus de temps. L'engagement et le soutien du président sont, dès lors, indispensables.

1.1.1. Diversité professionnelle

On considère qu'une expertise diversifiée est de première importance pour l'efficacité des travaux du conseil d'administration. Pour que le conseil d'administration dans son ensemble soit en mesure de bien appréhender, par exemple, la complexité des marchés internationaux, les objectifs financiers de la société et l'impact de son activité sur les différentes parties prenantes, y compris les salariés, une diversité de parcours professionnels est nécessaire. Les sociétés interrogées par la Commission ont reconnu l'importance de choisir des profils complémentaires lors de la sélection des membres du conseil d'administration. Mais cette pratique n'est pas encore généralisée. C'est ainsi que 48 % des conseils d'administration en Europe ne comprennent pas de membres ayant un profil «vente» ou «marketing» et que 37 % des comités d'audit ne comptent pas de directeur financier ou d'ancien directeur financier²¹.

L'évaluation précise des compétences et de l'expertise est l'aspect le plus important de la sélection de nouveaux membres non exécutifs du conseil d'administration. Par conséquent, des politiques de recrutement ciblant précisément les compétences dont le conseil d'administration a besoin pourraient contribuer à accroître sa capacité à exercer une surveillance efficace sur la société.

1.1.2. Diversité internationale

Sur un échantillon de grandes sociétés européennes cotées, 29 % en moyenne des membres du conseil d'administration ne sont pas des ressortissants nationaux²². Il y a cependant des

¹⁹ Il convient de noter que certains États membres prévoient des régimes de participation des salariés au conseil d'administration.

²⁰ *Enhancing stakeholder diversity in the Board room*, série «The Erfurt meetings», n° 1, mars 2008, publication de l'association «European Citizens' Seminars e.V.» (Erfurt, Allemagne).

²¹ Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 - Boards in turbulent times*, rapport fondé sur une sélection de 371 sociétés de premier plan dans 13 pays, établie sur la base de la bourse de référence.

²² Voir Heidrick & Struggles.

disparités importantes entre les pays européens. Si les Pays-Bas sont à la pointe avec 54 %, en Allemagne, seulement 8 % des membres des conseils d'administration ne sont pas allemands. Aujourd'hui encore, une grande entreprise européenne cotée sur quatre ne compte pas de membre étranger dans son conseil d'administration.

Certaines sociétés ont souligné l'importance, pour les sociétés internationales, de compter des administrateurs étrangers dans leurs rangs, tandis que d'autres ont insisté sur les difficultés créées par les différences de culture et de langue. Dans les sociétés comptant des administrateurs étrangers, on observe une corrélation entre l'assise géographique de la société et la provenance de ses administrateurs internationaux. La connaissance des marchés régionaux est souvent citée comme un argument décisif en faveur de la sélection de candidats étrangers pour siéger au conseil d'administration.

1.1.3. Diversité hommes-femmes

La Commission traite de manière exhaustive la question de la diversité hommes-femmes dans la prise de décision économique dans sa «Stratégie pour l'égalité entre les femmes et les hommes – 2010-2015» de septembre 2010²³, ainsi que dans le suivi qu'elle donne à cette stratégie²⁴. Selon les données recueillies par la Commission, le pourcentage de femmes siégeant au conseil d'administration (de surveillance) des sociétés cotées de l'UE est actuellement de 12 % en moyenne²⁵. Il est prouvé que l'augmentation du nombre de femmes diplômées de l'enseignement supérieur n'a pas d'effet notable à cet égard²⁶. C'est pourquoi un certain nombre d'États membres a pris des mesures, ou envisage de le faire, pour assurer l'équilibre hommes-femmes dans les conseils d'administration²⁷. Certaines sociétés interrogées reconnaissent même que ces exigences contribuent à professionnaliser la procédure de sélection.

La diversité hommes-femmes peut aider à prévenir les réflexes suivistes. Il est également établi que les femmes ont un style de leadership différent²⁸, sont plus présentes aux réunions des conseils d'administration²⁹ et exercent un effet bénéfique sur l'intelligence collective du groupe³⁰. Des études suggèrent qu'il existe une corrélation positive entre le pourcentage de femmes siégeant au conseil d'administration et les performances de la société³¹, même si certaines brossent un tableau plus nuancé de l'incidence globale des femmes sur ces

²³ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions: «Stratégie pour l'égalité entre les femmes et les hommes – 2010-2015», COM(2010) 491 final.

²⁴ Pour plus de précisions, voir le document de travail des services de la Commission intitulé «The gender balance in business leadership» («L'équilibre hommes-femmes dans le processus décisionnel des sociétés»; Ndt: disponible en anglais uniquement) SEC(2011) 246 final.

²⁵ Commission européenne, base de données sur la répartition hommes/femmes dans la prise de décision, <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=fr>.

²⁶ *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010.

²⁷ Voir le document de travail des services de la Commission précité.

²⁸ *Women matter*, McKinsey & Company, 2008.

²⁹ Adams et Ferreira, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, Journal of Financial Economics 94 (2009).

³⁰ Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi and Malone, *Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups*, Scienceexpress, 30 septembre 2010.

³¹ *Women matter*, McKinsey & Company, 2007; *Female Leadership and Firm Profitability*, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007; *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

performances³². Ces études ne prouvent pas l'existence d'un lien de cause à effet, mais la corrélation suggérée plaide en faveur d'un équilibre hommes-femmes dans la direction des sociétés et leur processus décisionnel. En tout état de cause, promouvoir l'accès des femmes aux conseils d'administration a un effet positif indéniable: celui d'accroître le vivier de talents disponibles pour occuper les postes les plus élevés dans les instances de direction et de surveillance des sociétés. Et c'est pourquoi la Commission souligne, dans sa «Stratégie pour l'égalité entre les femmes et les hommes» qu'elle entend, dans les cinq années à venir, «réfléchir à des initiatives ciblées visant à améliorer l'équilibre entre les femmes et les hommes dans la prise de décision».

Des mesures telles que des quotas ou des objectifs ne suffisent cependant à garantir l'équilibre hommes-femmes dans les conseils d'administration. Il faut également que les sociétés adoptent des politiques de diversité qui contribuent à l'équilibre vie professionnelle-vie privée des hommes comme des femmes et encouragent fortement le parrainage, la constitution de réseaux et la formation aux fonctions de direction, toutes choses indispensables aux femmes axant leur plan de carrière sur l'accès aux fonctions d'administrateur. Si le choix de suivre ou non une telle politique de diversité doit appartenir aux sociétés elles-mêmes, il conviendrait au moins d'imposer aux conseils d'administration l'obligation d'examiner la question et de faire connaître leurs décisions à ce sujet. La Commission traitera ces questions dans le cadre du suivi donné à sa «Stratégie pour l'égalité entre les femmes et les hommes» de septembre 2010 et au présent Livre vert.

Questions:

- | | |
|-----|---|
| (4) | Les politiques de recrutement devraient-elles définir plus précisément le profil des administrateurs, y compris celui du président, afin de garantir qu'ils possèdent les compétences nécessaires et que la composition du conseil d'administration présente une diversité suffisante? Dans l'affirmative, quelle serait la meilleure manière de procéder, et à quel niveau de gouvernance (national, de l'UE ou international) faudrait-il intervenir? |
| (5) | Les sociétés cotées devraient-elles être tenues de faire savoir si elles appliquent une politique de diversité hommes-femmes et, si oui, d'en décrire les objectifs et les grandes lignes et de publier régulièrement les résultats obtenus? |
| (6) | Les sociétés cotées devraient-elles être tenues d'assurer un meilleur équilibre hommes-femmes dans leur conseil d'administration (de surveillance)? Dans l'affirmative, comment? |

1.2. Disponibilité et temps consacré à l'exercice des fonctions

Le rôle des administrateurs non exécutifs gagne en complexité et en importance. Un certain nombre de codes nationaux de gouvernance d'entreprise, voire de dispositions législatives, témoigne de cette évolution. Les États membres cherchent à imposer le principe selon lequel les administrateurs non exécutifs doivent consacrer suffisamment de temps à l'exercice de leur mandat. Certains sont allés plus loin et recommandent ou imposent un plafond en ce qui concerne le nombre de mandats d'administrateur qu'une même personne peut détenir.

³² Voir Adams et Ferreira.

Plafonner le nombre de mandats pourrait constituer une solution simple pour amener les administrateurs non exécutifs à consacrer suffisamment de temps à chaque société qu'ils sont chargés de contrôler et de superviser. Mais les plafonds fixés devraient tenir compte de la situation particulière de chaque administrateur non exécutif et de la société considérée. Il faudrait ainsi établir au préalable si les mandats déjà détenus concernent des entreprises n'appartenant pas au même groupe ou des entreprises non contrôlées³³, si le candidat occupe également des fonctions exécutives et détient éventuellement, en plus, d'autres mandats dans les organes de surveillance de sociétés soumises à des exigences analogues à celles applicables aux sociétés cotées et, enfin, si le mandat considéré est un mandat non exécutif ordinaire ou une présidence.

Question:

(7) Faudrait-il légiférer au niveau de l'UE pour limiter le nombre de mandats qu'un administrateur non exécutif peut détenir? Dans l'affirmative, en quoi devrait consister cette mesure?

1.3. Évaluation du conseil d'administration

Selon la recommandation publiée par la Commission en 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées³⁴, le conseil d'administration ou de surveillance devrait évaluer chaque année ses performances. À ce titre, il devrait notamment revoir sa composition, son organisation et son fonctionnement en tant que collège, évaluer la compétence et l'efficacité de chacun de ses membres et de ses comités et mesurer ses résultats à l'aune des objectifs qu'il s'est fixés.

Le recours régulier (par exemple, tous les trois ans) à un facilitateur externe peut améliorer cette évaluation en lui conférant une dimension objective et en lui apportant l'éclairage de bonnes pratiques d'autres entreprises³⁵. S'il semble que les prestataires de tels services demeurent encore peu nombreux sur certains marchés nationaux, l'offre pourrait s'accroître sous la pression de la demande.

Les éléments recueillis par la Commission suggèrent que c'est tout particulièrement en période de crise, ou en cas de rupture de la communication entre les membres du conseil, qu'un regard extérieur apporte une réelle valeur ajoutée à l'évaluation. L'attitude du président semble déterminante pour la réussite du processus d'évaluation.

Outre les points mentionnés dans la recommandation de la Commission de 2005, l'évaluation devrait aussi porter sur la qualité et l'actualité des informations reçues par le conseil, sur la réponse apportée par l'organe de direction aux demandes d'éclaircissement qui lui sont

³³ Pour la définition d'«entreprise contrôlée», voir l'article 2, paragraphe 1, point f), de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE. Voir également l'explication des relations entreprise mère-entreprise filiale à l'article 1^{er} de la directive 83/349/CEE concernant les comptes consolidés.

³⁴ Recommandation 2005/162/CE de la Commission du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance.

³⁵ OCDE, *Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 24 février 2010, p. 20.

adressées et sur le rôle du président³⁶. Pour encourager l'ouverture, il conviendrait de maintenir un certain niveau de confidentialité. En conséquence, l'obligation de publicité ne devrait porter que sur l'explication du processus d'évaluation proprement dit.

Question:

(8) Faudrait-il encourager les sociétés cotées à faire procéder à une évaluation externe à intervalles réguliers (par exemple, tous les trois ans)? Dans l'affirmative, comment?

1.4. Rémunération des administrateurs

La notion de gouvernance d'entreprise est principalement axée sur les problèmes résultant de la séparation des structures de propriété et de contrôle, en particulier en ce qui concerne le rapport principal-agent entre les actionnaires et les administrateurs exécutifs. La rémunération des administrateurs est un moyen classique de faire coïncider les intérêts des actionnaires et des administrateurs exécutifs, de manière à réduire les coûts d'agence. Ces dernières années, la rémunération variable, généralement liée aux performances et aux responsabilités, est devenue de plus en plus courante. Toutefois, un décalage est également apparu entre les résultats et la rémunération des administrateurs exécutifs. De mauvaises politiques de rémunération et/ou structures d'incitation peuvent conduire à des transferts de valeur injustifiés vers les dirigeants au détriment des sociétés, de leurs actionnaires et des autres parties prenantes. De plus, privilégier les critères de performance à court terme peut avoir une influence négative sur la viabilité à long terme de la société.

La problématique de la rémunération des administrateurs a fait l'objet de trois recommandations de la Commission³⁷. Leurs principales préconisations sont la publication des politiques de rémunération et des rémunérations individuelles des administrateurs exécutifs et non exécutifs, le vote des actionnaires sur la déclaration des rémunérations, la création d'un comité de rémunération autonome et la mise en place d'incitations appropriées qui favorisent l'amélioration des performances et la création de valeur à long terme par les sociétés cotées. Selon des rapports de la Commission³⁸, un certain nombre d'États membres n'ont pas réservé à ces questions le traitement adéquat. Mais par ailleurs, les États membres semblent de plus en plus enclins à légiférer sur la publication d'informations et le vote des actionnaires. En 2009, le forum européen du gouvernement d'entreprise a recommandé de rendre obligatoire, pour toutes les sociétés cotées, la publication des politiques de rémunération et des rémunérations individuelles³⁹. Il a également recommandé un vote contraignant ou consultatif des actionnaires sur la politique de rémunération et une plus grande indépendance des administrateurs non exécutifs qui interviennent dans la détermination de la politique de rémunération. La Commission a par ailleurs mené en une consultation sur ce sujet en 2010 dans le Livre vert sur le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers⁴⁰. L'objet de la consultation du présent Livre vert est de recueillir des réponses sur les questions plus précises ci-dessous.

³⁶ Voir D. Higgs, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, janvier 2003.

³⁷ Recommandations 2004/913/CE, 2005/162/CE et 2009/385/CE de la Commission.

³⁸ Rapports de la Commission SEC(2007) 1022 et (2010) 285.

³⁹ Déclaration du forum européen du gouvernement d'entreprise du 23 mars 2009.

⁴⁰ Voir question 7.1. Les répondants à cette consultation ont estimé, d'une manière générale, que les incitations des administrateurs devaient être structurées d'une manière adéquate afin de favoriser les performances durables et à long terme des entreprises. En revanche, ils se sont en majorité exprimés contre des mesures législatives en matière de structure de la rémunération pour les sociétés cotées.

Questions:

- | | |
|------|--|
| (9) | La publication d'informations sur les politiques de rémunération, d'un rapport annuel sur les rémunérations (un rapport sur la manière dont la politique de rémunération a été mise en œuvre au cours de l'exercice écoulé) et de la rémunération individuelle des administrateurs exécutifs et non exécutifs devrait-elle être obligatoire? |
| (10) | Un vote des actionnaires sur la politique de rémunération et le rapport de rémunération devrait-il être obligatoire? |

1.5. Gestion des risques

Toutes les entreprises, quel que soit leur domaine d'activité, sont confrontées à un large éventail de risques internes et externes. En fonction de leurs spécificités (domaine d'activité, taille, dimension internationale, complexité), elles devraient développer une culture du risque adaptée et s'organiser pour les gérer efficacement. Certaines sociétés peuvent supporter des risques pouvant avoir de graves incidences sur toute la collectivité: risques liés au changement climatique⁴¹, risques environnementaux (par exemple, les nombreuses marées noires survenues ces dernières décennies), risques liés à la santé, à la sécurité, au respect des droits de l'homme... D'autres exploitent des infrastructures critiques dont la désorganisation ou la destruction pourrait avoir des répercussions majeures à l'échelon international⁴². Toutefois, les activités susceptibles de créer de tels risques sont soumises à des législations sectorielles et au contrôle d'autorités compétentes. Par conséquent, compte tenu de la diversité des situations, il ne paraît pas possible de proposer un modèle unique de gestion des risques pour tous les types d'entreprises. Mais il est essentiel que les conseils d'administration assurent une surveillance appropriée des procédures de gestion des risques.

Une politique de gestion des risques efficace et cohérente doit clairement «venir d'en haut», c'est-à-dire qu'elle doit être définie par le conseil d'administration pour l'ensemble de l'organisation. Il est généralement admis⁴³ que c'est au conseil d'administration qu'il incombe en premier lieu de définir le profil de risque d'une organisation donnée en fonction de la stratégie menée et d'en assurer une surveillance suffisante pour en garantir l'efficacité.

Il peut exister des différences, compte tenu de la diversité des cadres juridiques en place, et notamment de la structure duale ou unitaire du conseil d'administration. Mais dans tous les cas, il est indispensable de définir clairement les rôles et responsabilités de l'ensemble des parties concernées par le processus de gestion des risques: le conseil d'administration, les administrateurs exécutifs et l'ensemble des effectifs opérationnels impliqués dans la gestion des risques. Les descriptions de ces fonctions doivent être connues à l'intérieur et à l'extérieur.

Questions:

Toutefois, certains ont mentionné qu'ils souhaiteraient que les politiques de rémunération des administrateurs des sociétés cotées soient plus transparentes et soumises au vote des actionnaires.

⁴¹ Peuvent, par exemple, être importants la résilience des investissements de la société au changement climatique et les implications financières ou autres de la réglementation sur les émissions de gaz à effet de serre.

⁴² Page web de l'UE sur la protection des infrastructures critiques européennes

⁴³ http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_fr.htm.

Ainsi qu'il ressort de consultations menées par la Commission.

- (11) Considérez-vous que le conseil d'administration devrait valider, en en prenant la responsabilité, la propension au risque de l'entreprise et en rendre compte de manière significative aux actionnaires? Ces obligations d'information devraient-elles également couvrir les principaux risques que l'entreprise peut faire peser sur la société dans son ensemble («risques sociétaux»)?
- (12) Considérez-vous que le conseil d'administration devrait être chargé de veiller à ce que les mécanismes de gestion des risques de l'entreprise soient opérants et adaptés au profil de risque de celle-ci?

2. ACTIONNAIRES

Le rôle des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise a été examiné dans le Livre vert sur le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers, publié en juin 2010.

Ce Livre vert constate que le désintérêt relatif des actionnaires pour la surveillance des instances dirigeantes des établissements financiers a contribué à déresponsabiliser ces dernières et a peut-être favorisé une prise de risques excessive au sein de ces établissements. Selon ses conclusions, les actionnaires ont souvent jugé que les gains attendus justifiaient une telle prise de risques et l'ont ainsi implicitement favorisée, notamment par un recours important à l'effet de levier. La raison en est que les actionnaires bénéficient pleinement des avantages d'une telle stratégie lorsque celle-ci fonctionne, alors qu'ils ne participent aux pertes que jusqu'au moment où la valeur des actions qu'ils détiennent tombe à zéro, après quoi les pertes sont supportées par les créanciers (on parle de «responsabilité limitée» des actionnaires).

Le comportement des actionnaires des établissements financiers, en ce qui concerne les prises de risques excessives, pourrait être un cas particulier du fait de la complexité et du caractère abscons des opérations de ces établissements. Sur la foi des éléments recueillis pendant la préparation du présent Livre vert, il semble néanmoins que les conclusions du Livre vert de 2010 sur l'implication insuffisante des actionnaires et sur les causes de ce phénomène s'appliquent aussi dans une large mesure au comportement des actionnaires des sociétés cotées avec actionnariat dispersé. Dans les sociétés avec un actionnaire dominant ou de contrôle, le défi majeur semble être celui de garantir une protection adéquate des intérêts (économiques) des actionnaires minoritaires. De plus, les actionnaires minoritaires qui souhaitent s'impliquer dans des sociétés peuvent aussi être confrontés aux difficultés décrites ci-dessous.

2.1. Manque d'implication des actionnaires

Dans son acception communément admise, l'implication des actionnaires consiste à exercer un contrôle actif sur l'entreprise, à dialoguer avec son conseil d'administration et à exercer leurs droits, parmi lesquels le vote et la coopération avec les autres actionnaires, s'il y a lieu, pour améliorer la gouvernance de l'entreprise détenue et favoriser la création de valeur à long terme. Même si l'implication d'actionnaires à court terme peut avoir un effet positif⁴⁴, la notion d'implication désigne généralement des activités dont les bénéfices pour les

⁴⁴ Par exemple, l'implication d'investisseurs institutionnels typiquement orientés vers le court terme, tels que les hedge funds «activistes», peut produire des effets bénéfiques en catalysant les changements de gouvernance et en sensibilisant les autres actionnaires aux problèmes qui y sont liés.

actionnaires se font sentir à long terme⁴⁵. Par conséquent, la Commission est d'avis que l'implication concerne au premier chef les investisseurs à long terme⁴⁶.

Plusieurs raisons pouvant expliquer le manque d'implication des actionnaires ont déjà été évoquées dans le Livre vert de 2010 et ne seront pas rappelées ici. Certaines de ces causes, telles que le coût lié au fait de s'impliquer, à la difficulté d'en évaluer la rentabilité et à l'incertitude quant à ses effets, y compris les comportements de «profiteurs» opportunistes, semblent avoir une incidence sur la plupart des investisseurs institutionnels⁴⁷. Dans le Livre vert de 2010, la Commission avait également posé la question de savoir si les investisseurs institutionnels, dont les propriétaires et les gestionnaires d'actifs, devaient être tenus de publier leurs politiques de vote et leurs comptes rendus de vote. Une grande majorité des répondants s'est déclarée en faveur d'une telle règle, considérant que cette publication améliorerait l'information des investisseurs, optimiserait les décisions d'investissement des investisseurs finaux, faciliterait le dialogue des émetteurs avec les investisseurs et favoriserait l'implication des actionnaires. L'une des options actuellement envisagées par la Commission est par conséquent la création d'un cadre pour la transparence des politiques de vote et la publication d'informations générales sur leur mise en œuvre, dans le respect du principe de l'égalité de traitement des actionnaires.

2.2. Court-termisme des marchés des capitaux

Les progrès importants accomplis sur les marchés des capitaux au cours des dernières décennies, et notamment les nouveaux produits et les évolutions techniques, ont porté pour l'essentiel sur la fonction de négociation de ces marchés et visé à favoriser la rapidité et l'efficacité des négociations. Des innovations telles que la négociation à haute fréquence et la négociation automatisée semblent avoir accru la liquidité, mais ont aussi contribué à raccourcir la durée de détention des actions. Au cours des vingt dernières années, les horizons d'investissement se sont considérablement réduits. Le volume des transactions sur les principales places boursières représente actuellement 150 % de la capitalisation annuelle boursière agrégée, ce qui correspond des durées moyennes de détention des valeurs de huit mois.

Parallèlement, l'intermédiation des investissements s'est accrue et l'importance des relations d'agence entre les investisseurs à long terme et leurs gestionnaires d'actifs s'est amplifiée. On a affirmé que les relations d'agence favorisent en fait le court-termisme marché, qui pourrait également entraîner une mauvaise fixation des prix, des comportements suivistes, une plus grande volatilité et une insuffisance d'exercice des droits de propriété des sociétés cotées. Cet aspect est détaillé au point 2.3.

Certains investisseurs ont également dénoncé un «biais réglementaire» favorisant le court terme, qui empêcherait en particulier les investisseurs à long terme d'adopter des stratégies d'investissement à plus longue échéance. Pendant les consultations préalables de la Commission avec les parties concernées, il a été dit que les règles de solvabilité et les règles comptables applicables aux fonds de pension, censées promouvoir une plus grande

⁴⁵ Voir le «Stewardship Code» britannique.

⁴⁶ Les investisseurs ayant des obligations à long terme envers leurs bénéficiaires, tels que les fonds de pension, les entreprises d'assurance-vie, les fonds de pension de l'État et les fonds souverains.

⁴⁷ Aux fins du présent Livre vert, les «investisseurs institutionnels» s'entendent au sens large et comprennent tous les établissements qui investissent à titre professionnel, y compris pour le compte de clients et de bénéficiaires.

transparence et une valorisation plus réaliste du marché, avaient eu des conséquences indésirables.

Question:

(13) Veuillez indiquer quelles dispositions légales de l'UE sont susceptibles, selon vous, de favoriser un court-termisme inapproprié chez les investisseurs, et comment ces dispositions pourraient être modifiées afin de prévenir un tel comportement.

2.3. Les relations d'agence entre investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs

La Commission est consciente qu'il n'est pas nécessaire que tous les investisseurs s'impliquent dans les sociétés détenues. Les investisseurs sont libres de choisir un modèle d'investissement orienté vers le court terme sans s'impliquer plus avant.

Cependant, les relations d'agence entre les investisseurs institutionnels (propriétaires d'actifs) et leurs gestionnaires contribuent à encourager la vision à court terme des marchés des capitaux et à nuire à une bonne formation des prix⁴⁸. Le problème réside surtout dans l'inactivité des actionnaires de long terme.

2.3.1. Vision à court terme et mandats de gestion d'actifs

Il s'avère que les gestionnaires d'actifs, compte tenu de la façon dont est évaluée leur performance, ainsi que des structures d'incitation de leurs rémunérations et de leurs commissions, sont incités à privilégier la recherche de bénéfices à court terme. Il existe des éléments (confirmés par le dialogue de la Commission avec les investisseurs institutionnels) montrant que beaucoup de gestionnaires d'actifs sont sélectionnés, évalués et rémunérés sur la base de performances relatives à court terme. L'évaluation des performances sur une base relative, c'est-à-dire de l'écart positif ou négatif qu'elles présentent par rapport à un indice du marché, peut encourager un comportement suiviste et une vision à court terme, en particulier si la mesure des performances s'effectue sur un laps de temps réduit. La Commission est d'avis que les incitations de court terme dans les mandats de gestion d'actifs peuvent contribuer sensiblement à la vision de court terme des gestionnaires d'actifs, ce qui a probablement un impact sur l'apathie des actionnaires.

De nombreux répondants au Livre vert de juin 2010⁴⁹ se sont dits favorables à une publication d'informations plus étendue sur les structures d'incitation des gestionnaires d'actifs. Il convient dès lors de s'interroger sur l'opportunité d'adopter des mesures supplémentaires afin de mieux faire coïncider les intérêts des investisseurs institutionnels à long terme et ceux des gestionnaires d'actifs (par exemple, en élaborant un ensemble de principes d'investissement).

⁴⁸ Paul Wooley, *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, dans *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

⁴⁹ Les répondants favorables à la publication se trouvaient principalement dans les rangs des investisseurs, des gestionnaires d'actifs, des entreprises du secteur des services financiers et des professionnels des affaires.

Question:

- (14) Y a-t-il des mesures à prendre et, dans l'affirmative, lesquelles, en ce qui concerne l'évaluation des performances et les structures d'incitation des gestionnaires d'actifs qui gèrent les portefeuilles d'investisseurs institutionnels à long terme?

2.3.2. *Manque de transparence dans l'exécution des obligations fiduciaires*

Une plus grande transparence en ce qui concerne l'exécution des obligations fiduciaires par les gestionnaires d'actifs, et notamment leurs stratégies d'investissement, le coût de rotation du portefeuille, la compatibilité ou l'incompatibilité du taux de rotation du portefeuille avec la stratégie convenue, le coût et les avantages de l'implication, etc., permettrait de déterminer plus aisément si les activités des gestionnaires d'actifs sont ou non bénéfiques pour les investisseurs institutionnels à long terme et pour la création de valeur à long terme pour leur compte.

De plus, la publication d'informations sur le degré et la portée de l'implication que les propriétaires d'actifs souhaitent voir leurs gestionnaires d'actifs exercer auprès des sociétés détenues, et sur l'implication concrète des gestionnaires d'actifs, pourrait se révéler utile⁵⁰.

Une plus grande transparence sur ces questions aiderait les investisseurs institutionnels à mieux contrôler leurs agents et à exercer par là même une plus grande influence sur le processus d'investissement. Un tel contrôle renforcé pourrait amener les investisseurs institutionnels à long terme à renégocier les mandats de gestion d'actifs pour plafonner la rotation du portefeuille et imposer à leurs gestionnaires d'actifs de manifester plus d'initiative à l'égard des sociétés détenues⁵¹.

Question:

- (15) La législation de l'UE devrait-elle promouvoir un contrôle plus efficace des gestionnaires d'actifs par les investisseurs institutionnels en ce qui concerne les stratégies, les coûts, la négociation et le degré d'implication des gestionnaires d'actifs auprès des sociétés détenues? Dans l'affirmative, comment?

2.4. **Autres obstacles éventuels à l'implication des investisseurs institutionnels**

2.4.1. *Conflits d'intérêts*

Les conflits d'intérêts dans le secteur financier semblent être l'une des raisons du manque d'implication des actionnaires. Les conflits d'intérêts naissent souvent lorsqu'un investisseur institutionnel ou un gestionnaire d'actifs, ou sa société mère, a un intérêt commercial dans la société détenue, par exemple dans le cas d'un groupe financier dont une succursale chargée de la gestion d'actifs peut vouloir dissimuler qu'elle exerce activement ses droits d'actionnaire dans une société à qui sa société mère fournit des services ou dans laquelle elle détient une participation.

⁵⁰ Voir aussi le paragraphe 7.3.4 de la consultation publique sur la révision de la directive MIF: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf

⁵¹ Le 31 janvier 2010, le Shareholder Responsibilities Committee de l'ICGN a publié un appel à contribution relatif à des clauses contractuelles-type pour les accords entre propriétaires d'actifs et leurs gestionnaires de fonds: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

Question:

- (16) Les règles de l'UE devraient-elles exiger une certaine indépendance de l'organe directeur des gestionnaires d'actifs, par exemple par rapport à sa société mère, ou d'autres mesures (législatives) sont-elles nécessaires pour renforcer la publication et la gestion des conflits d'intérêts?

2.4.2. *Obstacles à la coopération entre actionnaires*

Pour les investisseurs individuels, en particulier ceux qui possèdent des portefeuilles diversifiés, l'implication peut s'avérer infructueuse. Une coopération entre actionnaires pourrait les aider à être plus efficaces.

Beaucoup de répondants au Livre vert de 2010 ont proposé de modifier la législation actuelle de l'UE sur l'action concertée, au motif qu'elle pourrait gêner la coopération entre actionnaires. La Commission reconnaît que des règles plus claires et plus uniformes sur l'action concertée seraient bénéfiques de ce point de vue. D'autres idées ont été avancées pour faciliter la coopération entre actionnaires: certains suggèrent d'établir des forums de coopération actionnariale, tandis que d'autres proposent d'établir un système de sollicitation de procurations à l'échelon de l'UE, en vertu duquel les sociétés cotées seraient tenues de mettre en place sur leur site web une fonction spécifique permettant aux actionnaires de placer des informations concernant certains points de l'ordre du jour et de solliciter des procurations d'autres actionnaires.

Certains investisseurs ont déclaré que le vote transnational continuait de poser des problèmes et que la législation de l'UE devrait le faciliter. La directive sur les droits des actionnaires (2007/36/CE) a considérablement amélioré la situation à cet égard. Toutefois, sa transposition ayant été tardive dans de nombreux États membres, son incidence réelle pour l'investisseur final commence seulement à se faire sentir. En outre, il semble exister, dans la chaîne de transmission, un problème de circulation effective des informations pertinentes entre l'émetteur et l'actionnaire, notamment dans des situations transnationales. La Commission est informée de ces difficultés et examinera cette question dans le cadre de ses travaux concernant l'harmonisation de la législation relative aux valeurs mobilières.

Question:

- (17) Quelle serait la meilleure façon pour l'UE de favoriser la coopération entre actionnaires?

2.5. **Conseillers en matière de vote («proxy advisors»)**

Les investisseurs institutionnels possédant des portefeuilles d'actions très diversifiés sont confrontés à des difficultés pratiques pour évaluer en détail la manière dont ils devraient voter sur les points figurant à l'ordre du jour des assemblées générales des sociétés détenues. Par conséquent, ils recourent souvent aux services de «proxy advisors», tels que les conseils de vote, le vote par procuration et les évaluations de la gouvernance d'entreprise. L'influence de ces «proxy advisors» sur le vote n'est donc pas négligeable. Un autre argument soulevé concerne le fait que les investisseurs institutionnels font davantage appel à des conseils de vote pour les investissements réalisés dans des sociétés étrangères que pour celles de leur propre pays. Par conséquent, l'influence des «proxy advisors» serait plus importante sur les marchés présentant un pourcentage élevé d'investisseurs internationaux.

L'influence des «proxy advisors» suscite des inquiétudes. Pendant la rédaction du présent Livre vert, les investisseurs et les sociétés détenues ont exprimé des préoccupations quant au fait que les «proxy advisors» ne sont pas toujours suffisamment transparents quant aux méthodes adoptées pour élaborer leurs conseils. Plus spécifiquement, il a été avancé que la méthode analytique ne prendrait pas en considération les caractéristiques spécifiques des sociétés, les caractéristiques des législations nationales et les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise. Une autre inquiétude dérive du fait que l'activité des «proxy advisors» peut donner lieu à des conflits d'intérêts, notamment lorsque ceux-ci conseillent aussi les sociétés détenues en matière de gouvernance d'entreprise. Des conflits d'intérêts peuvent également naître lorsqu'un «proxy advisor» donne des conseils sur des résolutions d'actionnaires proposées par ses propres clients. Enfin, le manque de concurrence dans le secteur suscite des inquiétudes, notamment quant à la qualité des conseils et à leur adéquation par rapport aux besoins des investisseurs.

Questions:

- (18) La législation de l'UE devrait-elle imposer aux «proxy advisors» d'être plus transparents, par exemple sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et/ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite? Dans l'affirmative, quelle est la meilleure manière de procéder?
- (19) Estimez-vous que d'autres mesures (législatives) sont nécessaires, qui restreindraient par exemple la possibilité pour les «proxy advisors» de fournir des services de conseil aux sociétés détenues?

2.6. Identification des actionnaires

Récemment, il a été demandé à l'UE de prendre des mesures pour augmenter le degré de transparence des investisseurs⁵² à l'égard des émetteurs d'actions⁵³. Les partisans de ces mesures font valoir que le fait de pouvoir identifier leurs actionnaires permettra aux émetteurs de dialoguer avec eux, notamment en matière de gouvernance d'entreprise, ce qui pourrait également renforcer d'une manière générale l'implication des actionnaires dans les sociétés dans lesquelles ils investissent⁵⁴. Près de deux tiers des États membres ont déjà accordé aux émetteurs le droit de connaître leurs actionnaires nationaux⁵⁵. De plus, la directive sur la

⁵² Pour plus d'informations, voir le document de travail des services de la Commission «Review of the operation of Directive 2004/109/CE: emerging issues» – document accompagnant le rapport de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et social européen et au Comité des régions sur l'application de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, SEC (2009) 611, pp. 88-94.

⁵³ Cette question a été également soulevée dans le Livre vert «Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération», COM(2010) 284, qui se limitait toutefois aux établissements financiers.

⁵⁴ La Commission a déjà réfléchi au risque d'abus lié au vote vide («empty voting») dans sa consultation consacrée à la directive sur la transparence. Cette consultation a fait ressortir que le problème était lié au procédé de «record day capture» (appropriation de droits de vote par l'emprunt d'actions à la date de clôture).

⁵⁵ Pour plus de détails, voir l'analyse de marché sur les régimes de transparence des actionnaires en Europe, Taskforce T2S de la BCE sur la transparence des actionnaires, 9 décembre 2010: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>.

transparence⁵⁶ et les mesures d'application nationales s'y rapportant imposent une certaine transparence pour les participations dépassant un certain seuil⁵⁷.

La demande de création d'un outil européen pour l'identification des actionnaires ne fait toutefois pas l'unanimité. Certains considèrent que grâce aux moyens modernes de communication, il est très facile d'informer et de consulter actionnaires et investisseurs potentiels sur les questions de gouvernance d'entreprise. Une meilleure connaissance des actionnaires pourrait également contribuer au maintien en place des dirigeants en fournissant à ces derniers des moyens de défense contre des mesures prises par les actionnaires pour mettre en cause leur gestion. Dans certains États membres, le souci de protection de la vie privée se traduit aussi par des règles de protection des données interdisant aux intermédiaires de communiquer aux émetteurs des informations sur les actionnaires.

Question:

(20) Jugez-vous nécessaire de créer un mécanisme européen technique ou juridique pour aider les émetteurs à identifier leurs actionnaires afin de faciliter le dialogue sur les questions de gouvernance d'entreprise? Si oui, pensez-vous que cela favoriserait également la coopération entre investisseurs? Détaillez votre réponse (objectif(s) poursuivi(s), instrument préconisé, fréquence, niveau de détail et répartition des coûts, etc.).

⁵⁶ Directive 2004/109/CE.

⁵⁷ En ce qui concerne la révision de la directive transparence prévue pour 2011, la Commission envisage aussi d'introduire une obligation de publication pour les positions économiques longues ayant des effets économiques analogues à la détention d'actions.

2.7. Protection des actionnaires minoritaires

La question de la protection des actionnaires minoritaires mérite d'être posée dans le contexte du rôle des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise et ce, pour un certain nombre de raisons.

L'implication des actionnaires minoritaires est difficile à réaliser dans les entreprises ayant un actionnaire de contrôle, un modèle de gouvernance qui reste prédominant dans les entreprises européennes. Cela pose la question de savoir si l'approche «comply or explain» («appliquer ou expliquer») est viable dans de telles entreprises, notamment lorsque la protection des actionnaires minoritaires n'est pas suffisamment garantie.

Deuxièmement, la question se pose de savoir si les règles existantes de l'UE sont suffisantes pour protéger les intérêts des actionnaires minoritaires à l'égard d'abus potentiels d'un actionnaire de contrôle (ou des instances dirigeantes).

2.7.1. Possibilités d'implication et de fonctionnement de l'approche «comply or explain» lorsqu'il existe un actionnaire de contrôle ou un actionnaire dominant

L'implication des actionnaires minoritaires peut être particulièrement problématique dans les entreprises qui ont un actionnaire dominant ou de contrôle, souvent représenté au conseil d'administration. Les difficultés ou l'incapacité des actionnaires minoritaires à représenter efficacement leurs intérêts dans les entreprises ayant un actionnaire de contrôle peuvent atténuer sensiblement l'efficacité de l'approche «comply or explain». Afin de protéger les droits des actionnaires, certains États membres (par exemple l'Italie) réservent certains sièges du conseil d'administration aux actionnaires minoritaires.

Question:

(21) Pensez-vous qu'il soit nécessaire d'accorder aux actionnaires minoritaires des droits supplémentaires pour représenter efficacement leurs intérêts dans les entreprises ayant des actionnaires de contrôle ou des actionnaires dominants?

2.7.2. Protection à l'égard des abus

Il existe plusieurs manières dont les actionnaires de contrôle et/ou les conseils d'administration peuvent tirer profit d'une entreprise au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires. La principale réside dans les transactions entre parties liées.

Les règles actuelles de l'UE réglementent déjà, dans une certaine mesure, les transactions entre parties liées, principalement sur des questions de comptabilité et de publication d'informations. Les sociétés sont tenues d'inclure dans leurs comptes annuels une note sur les transactions effectuées avec des parties liées, comportant le montant et la nature de la transaction et d'autres informations nécessaires⁵⁸.

⁵⁸ Voir l'article 43, paragraphe 1, point 7 *ter*, de la quatrième directive 78/660/CEE du Conseil du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54, paragraphe 3, point g), du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés et l'article 34, paragraphe 7 *ter*, de la septième directive 83/349/CEE du Conseil du 13 juin 1983 fondée sur l'article 54, paragraphe 3, point g), du traité, concernant les comptes consolidés.

Certains investisseurs avec lesquels il y a eu des discussions durant l'élaboration du présent Livre vert estiment cependant que les règles existantes sont insuffisantes. Ils estiment que la publication d'informations sur les transactions entre parties liées n'est pas suffisante dans toutes les situations et qu'elle n'est pas toujours effectuée en temps utile.

Il a été suggéré⁵⁹ qu'au-dessus d'un seuil, le conseil d'administration doit nommer un expert indépendant chargé de fournir aux actionnaires minoritaires un avis impartial sur les modalités et conditions des transactions entre parties liées. Les transactions entre parties liées d'un montant important seraient soumises à l'approbation de l'assemblée générale. La publicité liée aux assemblées générales pourrait dissuader les actionnaires de contrôler d'effectuer certaines transactions et donnerait aux actionnaires minoritaires la possibilité de s'opposer à la résolution approuvant la transaction. Certains proposent d'exclure du vote les actionnaires de contrôle.

Question:

(22) Pensez-vous que les actionnaires minoritaires ont besoin d'une plus grande protection en ce qui concerne les transactions entre parties liées? Dans l'affirmative, quelles mesures pourraient être prises?

2.8. Participation des salariés au capital

L'intérêt du personnel dans la viabilité à long terme de son entreprise est un élément que le cadre en matière de gouvernance d'entreprise devrait prendre en compte. La participation du personnel dans la gestion de l'entreprise peut passer par l'information, la consultation et la participation au conseil d'administration. Mais elle peut également consister en une implication financière, en particulier par l'actionnariat salarié. La participation des salariés au capital relève d'une longue tradition dans certains pays européens⁶⁰. Ces régimes sont essentiellement considérés comme un moyen de renforcer l'implication et la motivation des travailleurs, d'augmenter la productivité et de réduire les tensions sociales. Mais cette participation des salariés comporte aussi le risque d'un manque de diversification: si la société fait faillite, les salariés actionnaires peuvent perdre à la fois leur emploi et leurs économies. En tant qu'investisseurs, les salariés peuvent toutefois contribuer, de manière importante, à accroître la proportion d'actionnaires privilégiant les résultats de long terme.

Question:

(23) Y a-t-il des mesures à prendre et, dans l'affirmative, lesquelles, pour promouvoir au niveau de l'UE la participation des salariés au capital?

⁵⁹ Voir la déclaration sur les droits d'actionnaires minoritaires du forum européen du gouvernement d'entreprise.

⁶⁰ Communication sur le cadre pour la promotion de la participation financière des salariés, COM(2002) 364, *The PEPPER IV Report: Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union*, 2008.

3. L'APPROCHE «COMPLY OR EXPLAIN» – SUIVI ET MISE EN ŒUVRE DES CODES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Il ressort des enquêtes réalisées auprès des entreprises et des investisseurs que la plupart d'entre elles considèrent que l'approche «comply or explain» constitue un instrument approprié de gouvernance d'entreprise. Selon l'approche «comply or explain», une société choisissant de déroger aux recommandations d'un code de gouvernance d'entreprise doit fournir des explications détaillées, spécifiques et concrètes justifiant ce choix. Son principal avantage est sa souplesse: elle permet aux entreprises d'adapter leurs pratiques en matière de gouvernance d'entreprise à leur situation spécifique (compte tenu de leur taille, de leur structure capitalistique ou des spécificités sectorielles). On considère aussi qu'elle contribue à la responsabilisation des entreprises, en les encourageant à vérifier si leurs pratiques de gouvernance sont appropriées et en leur fixant un objectif. Cette approche est donc largement soutenue par les régulateurs, les entreprises et les investisseurs, comme le montre l'étude sur les systèmes de suivi et d'application des codes de gouvernance d'entreprise des États membres publiée à l'automne 2009⁶¹.

Il n'en reste pas moins que la généralisation de l'approche «comply or explain» dans l'UE s'est heurtée à des difficultés. L'étude précitée a mis en évidence des lacunes importantes dans l'application pratique du principe «comply or explain», qui nuisent à l'efficacité du cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne et limitent l'utilité du système. Certains ajustements semblent dès lors nécessaires pour améliorer l'application des codes de gouvernance d'entreprise. Les solutions retenues ne devront pas modifier les fondements de l'approche «comply or explain», mais contribuer à son bon fonctionnement en améliorant la qualité informative des rapports. Ces solutions ne préjugent cependant pas de la nécessité éventuelle de renforcer certaines exigences au niveau de l'UE en les incluant dans des mesures législatives plutôt que dans des recommandations.

3.1. Améliorer la qualité des explications fournies dans les déclarations de gouvernance d'entreprise

Selon l'étude précitée, la qualité globale des déclarations de gouvernance d'entreprise des sociétés s'écartant des recommandations contenues dans le code dont elles relèvent n'est pas satisfaisante. Ces explications sont utilisées par les investisseurs pour opérer leurs choix et pour estimer la valeur d'une société. L'étude montre toutefois que, dans plus de 60 % des cas, lorsque les entreprises décident de ne pas appliquer des recommandations, elles ne fournissent pas d'explications suffisantes à ce sujet. Elles indiquent simplement qu'elles ont dérogé à une recommandation sans fournir aucune explication complémentaire, ou ne fournissent qu'une explication générale ou limitée.

Dans beaucoup d'États membres, on observe une amélioration lente mais progressive de la situation dans ce domaine. Les entreprises sont en phase d'apprentissage, et les explications gagnent en qualité, notamment grâce à l'action éducative d'organismes publics ou privés (autorités des marchés financiers, bourses, chambres de commerce, etc.). De nouveaux progrès pourraient toutefois être réalisés en instaurant des exigences plus détaillées quant aux informations que doivent publier les entreprises qui dérogent à des recommandations. Ces

⁶¹ Étude sur les systèmes de contrôle et la mise en place des règles de gouvernement d'entreprise au sein des États membres de l'UE, disponible à l'adresse http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_fr.htm.

exigences devraient être claires et précises: une bonne partie des difficultés actuelles est due à des malentendus concernant la nature des explications à fournir.

Le code de gouvernance d'entreprise suédois contient un bon exemple d'exigences précises pour les entreprises. Il prévoit que, dans son rapport de gouvernance d'entreprise, la société doit indiquer clairement les règles du code qu'elle n'a pas suivies, expliquer les raisons de chaque écart et décrire la solution de remplacement adoptée⁶². Il semblerait en effet opportun d'imposer aux entreprises de divulguer non seulement les raisons pour lesquelles elles dérogent à une recommandation donnée, mais aussi de fournir une description détaillée de la solution de remplacement appliquée.

3.2. Assurer un meilleur suivi de la gouvernance d'entreprise

Les déclarations de gouvernance d'entreprise publiées par les entreprises ne semblent pas faire l'objet d'un contrôle adéquat. Dans la plupart des États membres, le contrôle du respect de l'obligation de publication relève de la responsabilité des investisseurs qui, en fonction de la culture et des traditions de leur État membre, ne manifestent souvent qu'une activité limitée à cet égard. Les autorités des marchés financiers, les bourses et autres organismes de contrôle opèrent dans des cadres législatifs différents et ont développé des pratiques différentes. Ils ne jouent le plus souvent qu'un rôle de pure forme consistant à vérifier si la déclaration de gouvernance d'entreprise a bien été publiée. Rares sont les États membres disposant d'autorités publiques ou spécialisées qui vérifient l'exhaustivité des informations fournies (et notamment des explications).

L'approche «comply or explain» fonctionnerait sans doute beaucoup mieux si des organismes de contrôle tels que les régulateurs des marchés de valeurs mobilières, les bourses ou d'autres autorités⁶³ avaient le droit de vérifier si les informations disponibles (et notamment les explications) sont suffisamment informatives et complètes. Les autorités ne devraient cependant pas intervenir dans le contenu des informations publiées ni émettre de jugement sur la solution choisie par l'entreprise. Elles pourraient rendre publics les résultats du contrôle afin de mettre en lumière les meilleures pratiques et d'inciter les entreprises à plus de transparence. L'application de sanctions formelles dans les cas de non-conformité les plus graves pourrait également être envisagée⁶⁴.

L'un des moyens d'améliorer le contrôle pourrait consister à définir la déclaration de gouvernance d'entreprise comme une information réglementée au sens de l'article 2, paragraphe 1, point k), de la directive 2004/109/CE et de la faire entrer par là même dans le champ de la compétence des administrations nationales compétentes désignées à l'article 24, paragraphe 4, de ladite directive.

En ce qui concerne les différences de pratiques des organismes de contrôle existants, il existe une importante marge d'amélioration et d'extension des modalités actuelles d'échange de bonnes pratiques.

Questions:

⁶² Voir <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>, point 10.2.

⁶³ Le rôle des auditeurs n'est pas examiné ici, puisqu'une consultation sur le rôle de l'audit a été lancée par un Livre vert distinct, disponible à l'adresse http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_fr.pdf.

⁶⁴ Comme c'est par exemple le cas en Espagne. Voir l'étude précitée sur les systèmes de contrôle et la mise en place des règles de gouvernement d'entreprise au sein des États membres de l'UE, p. 63.

- | |
|---|
| (24) Estimez-vous que les entreprises dérogeant aux recommandations des codes de gouvernance d'entreprise devraient être tenues de fournir des explications détaillées sur ces dérogations et de décrire les solutions de remplacement adoptées? |
| (25) Estimez-vous que les organismes de contrôle devraient être autorisés à vérifier la qualité informative des explications fournies dans les déclarations de gouvernance d'entreprise et à exiger des entreprises qu'elles complètent ces explications, le cas échéant? Si oui, quel devrait être leur rôle précis? |

4. PROCHAINES ETAPES

Les États membres, le Parlement européen, le Comité économique et social européen et les autres parties intéressées sont invités à soumettre leur point de vue sur les suggestions exposées dans le présent Livre vert. Leurs contributions doivent parvenir à la Commission pour le 22 juillet 2011 au plus tard à l'adresse suivante: markt-complaw@ec.europa.eu. À la suite du présent Livre vert, et sur la base des réponses qu'elle aura reçues, la Commission prendra une décision sur la voie à suivre. Toute proposition législative ou non législative future sera accompagnée d'une analyse d'impact approfondie, qui tiendra compte de la nécessité de ne pas imposer des contraintes administratives trop lourdes aux sociétés.

Les contributions reçues seront publiées sur l'internet. Pour tout renseignement sur le traitement qui sera réservé à vos données à caractère personnel et à votre contribution, il vous est vivement conseillé de prendre connaissance de la déclaration spécifique de confidentialité jointe au présent Livre vert.

Annexe 1: liste des questions

Questions d'ordre général

- (1) Les règles fixées par l'UE en matière de gouvernance d'entreprise devraient-elles tenir compte de la taille des sociétés cotées? Comment? Faudrait-il mettre en place un régime différencié et proportionné pour les petites et moyennes entreprises cotées? Y aurait-il des définitions ou des seuils appropriés à retenir? Dans l'affirmative, veuillez indiquer, le cas échéant, comment les adapter aux PME lorsque vous répondrez aux questions ci-dessous.
- (2) Convierait-il de prendre des mesures au niveau de l'UE en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise des sociétés non cotées? L'UE devrait-elle se concentrer sur des mesures visant à promouvoir l'élaboration et l'application de codes volontaires pour les sociétés non cotées?

Conseils d'administration

- (3) L'UE devrait-elle prendre des mesures visant à assurer une séparation claire entre la fonction et les responsabilités du président du conseil d'administration, d'une part, et celles du directeur général, d'autre part?
- (4) Les politiques de recrutement devraient-elles définir plus précisément le profil des administrateurs, y compris du président, afin de garantir qu'ils possèdent les compétences nécessaires et que la composition du conseil d'administration présente une diversité suffisante? Dans l'affirmative, quelle serait la meilleure manière de procéder, et à quel niveau de gouvernance (national, de l'UE ou international) faudrait-il intervenir?
- (5) Les sociétés cotées devraient-elles être tenues de faire savoir si elles appliquent une politique de diversité hommes-femmes et, si oui, d'en décrire les objectifs et les grandes lignes et de publier régulièrement les résultats obtenus?
- (6) Les sociétés cotées devraient-elles être tenues d'assurer un meilleur équilibre hommes-femmes dans leur conseil d'administration (de surveillance)? Dans l'affirmative, comment?
- (7) Faudrait-il légiférer au niveau de l'UE pour limiter le nombre de mandats qu'un administrateur non exécutif peut détenir? Dans l'affirmative, en quoi devrait consister cette mesure?
- (8) Faudrait-il encourager les sociétés cotées à faire procéder à une évaluation externe à intervalles réguliers (par exemple, tous les trois ans)? Dans l'affirmative, comment?
- (9) La publication d'informations sur les politiques de rémunération, d'un rapport annuel sur les rémunérations (un rapport sur la manière dont la politique de rémunération a été mise en œuvre au cours de l'exercice écoulé) et de la rémunération individuelle des administrateurs exécutifs et non exécutifs devrait-elle être obligatoire?
- (10) Un vote des actionnaires sur la politique de rémunération et le rapport de rémunération devrait-il être obligatoire?

- (11) Considérez-vous que le conseil d'administration devrait valider, en en prenant la responsabilité, la propension au risque de l'entreprise et en rendre compte de manière significative aux actionnaires? Ces obligations d'information devraient-elles également couvrir les principaux risques que l'entreprise peut faire peser sur la société dans son ensemble («risques sociétaux»)?
- (12) Considérez-vous que le conseil d'administration devrait être chargé de veiller à ce que les mécanismes de gestion des risques de l'entreprise soient opérants et adaptés au profil de risque de celle-ci?

Actionnaires

- (13) Veuillez indiquer quelles dispositions légales de l'UE sont susceptibles, selon vous, de favoriser un court-termisme inapproprié chez les investisseurs, et comment ces dispositions pourraient être modifiées afin de prévenir un tel comportement.
- (14) Y a-t-il des mesures à prendre et, dans l'affirmative, lesquelles, en ce qui concerne l'évaluation des performances et les structures d'incitation des gestionnaires d'actifs qui gèrent les portefeuilles d'investisseurs institutionnels à long terme?
- (15) La législation de l'UE devrait-elle promouvoir un contrôle plus efficace des gestionnaires d'actifs par les investisseurs institutionnels en ce qui concerne les stratégies, les coûts, la négociation et le degré d'implication des gestionnaires d'actifs auprès des sociétés détenues? Dans l'affirmative, comment?
- (16) Les règles de l'UE devraient-elles exiger une certaine indépendance de l'organe directeur des gestionnaires d'actifs, par exemple par rapport à sa société mère, ou d'autres mesures (législatives) sont-elles nécessaires pour renforcer la publication et la gestion des conflits d'intérêts?
- (17) Quelle serait la meilleure façon pour l'UE de favoriser la coopération entre actionnaires?
- (18) La législation de l'UE devrait-elle imposer aux «proxy advisors» d'être plus transparents, par exemple sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et/ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite? Dans l'affirmative, quelle est la meilleure manière de procéder?
- (19) Estimez-vous que d'autres mesures (législatives) sont nécessaires, qui restreindraient par exemple la possibilité pour les «proxy advisors» de fournir des services de conseil aux sociétés détenues?
- (20) Jugez-vous nécessaire de créer un mécanisme européen technique ou juridique pour aider les émetteurs à identifier leurs actionnaires afin de faciliter le dialogue sur les questions de gouvernance d'entreprise? Si oui, pensez-vous que cela favoriserait également la coopération entre investisseurs? Détaillez votre réponse (objectif(s) poursuivi(s), instrument préconisé, fréquence, niveau de détail et répartition des coûts, etc.).
- (21) Pensez-vous qu'il soit nécessaire d'accorder aux actionnaires minoritaires des droits supplémentaires pour représenter efficacement leurs intérêts dans les entreprises ayant des actionnaires de contrôle ou des actionnaires dominants?
- (22) Pensez-vous que les actionnaires minoritaires ont besoin d'une plus grande protection en ce qui concerne les transactions entre parties liées? Dans l'affirmative, quelles mesures pourraient être prises?
- (23) Y a-t-il des mesures à prendre et, dans l'affirmative, lesquelles, pour promouvoir au niveau de l'UE la participation des salariés au capital?

Contrôle et mise en œuvre des codes de gouvernance d'entreprise

- (24) Estimez-vous que les entreprises dérogeant aux recommandations des codes de gouvernance d'entreprise devraient être tenues de fournir des explications détaillées sur ces dérogations et de décrire les solutions de remplacement adoptées?
- (25) Estimez-vous que les organismes de contrôle devraient être autorisés à vérifier la qualité informative des explications fournies dans les déclarations de gouvernance d'entreprise et à exiger des entreprises qu'elles complètent ces explications, le cas échéant? Si oui, quel devrait être leur rôle précis?

Annexe 2: liste des mesures applicables dans l'UE en matière de gouvernance d'entreprise

- Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance (JO L 224 du 16.8.2006, p. 1).
- Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (JO L 390 du 31.12.2004, p. 38).
- Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées (JO L 184 du 14.7.2007, p. 17).
- Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (JO L 142 du 30.4.2004, p. 12).
- Recommandation 2005/162/CE de la Commission du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance (JO L 52 du 25.2.2005, p. 51).
- Recommandation 2004/913/CE de la Commission du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (JO L 385 du 29.12.2004, p. 55).
- Recommandation 2009/385/CE de la Commission du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (JO L 120 du 15.5.2009, p. 28).
-