

## Bilan de la saison des Assemblées Générales 2015 en France

---

24.09.15

*La saison des Assemblées Générales 2015 a été plus animée que les précédentes, et la gouvernance des sociétés françaises a aussi davantage été mise à l'épreuve.*

### L'épilogue loi Florange

Cette saison des Assemblées Générales aura tout d'abord été marquée par les conséquences de la loi Florange.

**L'automatisation des droits de vote double** au sein des sociétés qui n'en disposaient pas – sauf avis contraire des actionnaires – **aura fait couler beaucoup d'encre**. Ce renversement de la règle de droit commun a donné lieu à des épisodes palpitants, avec en tête bien évidemment celui du débouclage d'options par l'Etat français via l'APE (Agence des Participations de l'Etat) pour peser, tel un actionnaire activiste, le temps de l'AG de Renault (et des suivantes a fortiori...)

Pour autant, cette saga n'aura duré que le temps d'une saison puisque les droits de vote double seront acquis pour l'avenir, et **la loi Florange aura permis à 7 sociétés du CAC 40 de droit français de rejoindre les 22 qui disposaient d'ores et déjà de droits de vote double**... 21 après que Legrand ait fait l'inhabituel chemin inverse avec le soutien de ses actionnaires salariés.

Le mécanisme des droits de vote double continuera certainement d'être décrié, ses effets pervers de se produire ici ou là (contrôle rampant, écoute limitée de certaines demandes d'actionnaires minoritaires...), mais il demeure à ce jour, pour beaucoup de Conseils d'Administration, comme la moins mauvaise option qui ait pu être trouvée pour récompenser l'actionnariat de long terme... Espérons que les sociétés françaises demeureront tout aussi attractives aux yeux des investisseurs institutionnels qui ne voient pas forcément ce bénéfice d'un bon œil.

### Rémunération des dirigeants : y a-t-il un pilote dans l'avion ?

Cela a été encore le sujet sensible de la saison passée, on a peine à croire que les actionnaires aimeraient y passer moins de temps...

**L'année II du Say on Pay** a surpris quelques Conseils et Comités de rémunération avec des **chutes parfois vertigineuses des scores**, aucun rejet mais presque **un quart des résolutions sont passées sous 80%** d'approbation au sein du SBF 120 (vs. moins de 10% en 2014).

Que s'est-il passé alors que les résultats des sociétés du CAC 40 ont affiché une progression de 37% comme le rappelle Ricol-Lasteyrie (certes notamment grâce à l'impact de résultats de cession) ?

Et bien les actionnaires n'ont pas sanctionné de contre-performance, de niveau de rémunération jugé trop élevé, ni même ciblé directement tel ou tel dirigeant...mais **ils ont souhaité lancer un signal aux Conseils d'Administration ou de Surveillance**, car ce sont la **transparence et le manque d'explications convaincantes sur les pratiques de rémunération qui ont été les principaux motifs d'opposition**.



Difficile à croire lorsque l'on sait le soin que les sociétés portent à la rédaction de ces « Chapitres » et que l'on comptabilise les pages de Documents de Référence dédiées à la communication sur les rémunérations. Pourtant, selon beaucoup d'actionnaires, **l'information délivrée manquerait sa cible** : souvent trop complexe elle ne permet pas d'apprécier le lien entre la performance et le niveau de rémunération versée, n'illustre pas les motivations des décisions des prises par les Conseils (notamment pour les hausses de rémunération) et ne permet finalement pas de s'assurer d'un contrôle exigeant des dirigeants par ces derniers. L'expérience aidant, **ces écueils devraient être aisément surmontés** et la contestation se tasser, sauf problème spécifique au sein d'une société, comme c'est le cas dans les pays où le mécanisme est en place depuis plus longtemps qu'en France (Royaume-Uni, Etats-Unis...). Ce serait une phase d'apaisement avant une nouvelle salve réglementaire avec la transposition de la directive européenne droit des actionnaires attendue pour...2017 (?).

**La critique du niveau d'exigence des objectifs** fixés par les Conseils **a particulièrement visé les plans d'intéressement de long terme**, en cours ou déjà échus, et plus particulièrement les actions de performance (anciennement et parfois encore dites gratuites). Ce sujet devrait par ailleurs occuper bien davantage encore tous les acteurs en 2016 grâce aux allègements prévus par la loi Macron, dont les bénéficiaires sont réservés aux autorisations votées après sa promulgation.

On note autour de ces instruments quelques rejets et beaucoup d'appréhension en amont du vote de ces résolutions qui requièrent une majorité qualifiée. Le hic ? Ce sont ces instruments qui font parfois très largement gonfler le niveau de rémunération des dirigeants **et les actionnaires souhaiteraient se voir communiquer des paramètres clés** (les critères employés, la part dévolue aux mandataires sociaux), **afin de s'assurer que c'est bien ici la performance de plus long terme qui est rémunérée** (3 années continues d'évaluation deviennent un prérequis) **et comprendre le degré d'exigence des objectifs fixés** (échelle d'attribution, seuil d'attribution plancher...). A défaut de se voir communiquer les objectifs futurs, qui pourraient intéresser aussi beaucoup les concurrents, ils analysent souvent l'historique pour se faire une idée de la pertinence des plans. Et il n'est pas nécessairement aisé de déterminer a posteriori si des attributions ont été trop généreuses ni de se remettre dans le contexte de l'époque de la décision du Conseil ; **charge donc aux émetteurs de s'expliquer sur la pertinence de leurs plans dans la création de valeur long terme.**

Les actionnaires se sont enfin montrés **critiques envers les bénéficiaires octroyés aux dirigeants** (indemnités de départ / non concurrence, retraites), avec près de **2/3 des résolutions soumises votées à moins de 70%** au sein du CAC 40. Les motifs d'opposition sont variés et hétérogènes : motifs de déclenchement jugés trop souples, conditions de performance considérées insuffisamment exigeantes, cumul d'avantages... La loi Macron ouvrira un autre débat sur les retraites dites « chapeau » qui devront désormais être assorties de conditions de performance, notamment lors du renouvellement du mandat du bénéficiaire. Pour autant, c'est peut-être davantage la pression médiatique et politique qui s'accroît pour limiter les montants comme les situations donnant lieu à versement. Aux Conseils (tout autant qu'aux actionnaires) de s'y pencher pour ne pas remettre en cause dans la précipitation des packages dûment accordés et porter atteinte à la réputation des intéressés, mais finalement encore plus à celle des Conseils eux-mêmes.

En résumé, à terme et grâce à une information plus pertinente, **les actionnaires** – par nature suspicieux – **souhaitent rapidement pouvoir juger si les Conseils exercent réellement leur mission de contrôle.** Plutôt que de micro-manager les sociétés dans lesquels ils investissent et de déterminer eux-mêmes le niveau de rémunération,



**les actionnaires souhaitent en réalité juger de la réactivité des Conseils et de leur capacité à questionner, évaluer et inciter les dirigeants.**

Aux Etats-Unis, où les dirigeants peinent à se maintenir après plusieurs trimestres de contre-performance, la SEC insiste pareillement sur la communication d'un résumé du *pay for performance*...et ce sont désormais les membres des Conseils qui y font les frais d'une trop grande bienveillance envers les dirigeants, avec des votes de confiance perdus voire l'incursion d'activistes qui exigent leur remplacement...

## **Au-delà des AG : des Conseils performants ?**

**La rémunération serait donc un moyen de juger du bon fonctionnement des Conseils**, et les actionnaires diront recourir à des données factuelles. Pourtant, ce qu'ils rêveraient de mieux comprendre, c'est la dynamique au sein des instances de gouvernance, et quelle impulsion donnent réellement les Conseils à la définition de la stratégie et au contrôle de sa mise en oeuvre.

Si les actionnaires sont de plus en plus largement consultés (Say on Pay, vote sur les ventes d'actifs significatifs...), leur véritable pouvoir demeure celui de nommer, réélire voire démettre les membres des Conseils : ce pouvoir est sans doute sous-estimé.

Car **les vraies questions demeurent de la responsabilité des Conseils**, qui reçoivent délégation des actionnaires : sélection des dirigeants, définition de la feuille de route, préparation des plans de succession, revue de la stratégie et la création de valeur à long terme pour les parties prenantes... Les actionnaires ont tendance à obtenir des réponses sur le degré de compétence des Conseils lors des crises, tardivement donc ; c'est pourquoi **ceux d'entre eux qui investissent à long terme poussent de plus en plus pour un dialogue constructif avec les membres (indépendants) des Conseils**, afin de s'offrir une certaine réassurance et mieux juger des risques. Ils insistent aussi pour des évaluations de Conseil régulières et approfondies. Ce sont des éléments plus subjectifs, sur lesquels les Proxy Advisors n'ont pas le recul ou les grilles d'analyse efficaces...mais qui font toute la différence.

Ainsi, **la gouvernance des sociétés françaises au cours de l'année a davantage été mise à l'épreuve, et a souvent démontré son bon fonctionnement** : BNP Paribas s'est relevé d'une amende record, Total d'une disparition brutale et Sanofi a, prenant le risque de surprendre le marché, préféré remettre à plat une gouvernance déficiente pour le bénéfice long terme des parties prenantes (ce qui n'a pas été du goût de tous les commentateurs) ; enfin, d'autres successions se sont déroulées sans heurt apparent. **Autant de signes que les membres compétents au sein des Conseils ne manquent pas**. Il est d'autant plus dommageable que les actionnaires ou l'opinion aient parfois à s'offusquer, essentiellement des rémunérations, pour que des réponses légitimes soient apportées.

Les successions à venir de nombre de dirigeants, ainsi que les réactions des Conseils de sociétés sous-performantes, offriront de belles occasions pour évaluer la compétence et l'indépendance des Conseils, et rassurer la communauté des investisseurs.

L'espoir est entier, le *chief economist* de la Banque d'Angleterre Andy Haldane a ainsi récemment rendu hommage au système français, soulignant la moindre influence des actionnaires de court terme dans les décisions prises par les dirigeants. Il a aussi indiqué que si les actionnaires désiraient moins discuter des sujets de rémunération, ils n'avaient qu'à s'intéresser davantage aux administrateurs dans un premier temps...

**Louis Barbier**  
Country Manager (France)

**Estelle Guichard / Samy Saadallah**  
Account Managers

**Hélène Solignac**  
Experte Gouvernance