

■ RÉGLEMENTATION

Publication du décret « Say on Pay ».

Décret n° 2017-340 du 16 mars 2017 relatif à la rémunération des dirigeants et des membres des conseils de surveillance des sociétés anonymes cotées, JORF n° 0065 du 17 mars 2017, texte n° 9.

Commentaire par Jérôme Chacornac

Après des règles de transparence, l'extension du régime des conventions réglementées aux indemnités de départ, puis aux retraites chapeaux, et à l'issue de vagues hésitations entre le droit souple et le droit dur¹, est venu le temps d'une redéfinition des compétences des organes sociaux dans la détermination des rémunérations des dirigeants. Ce choix ayant été fait par le Parlement, restait à en préciser les conditions d'application : après la loi, le décret.

Déjà évoquée dans le numéro précédent de cette chronique parmi les mesures adoptées dans la loi « Sapin 2 » concernant les sociétés cotées², l'introduction législative d'un Say on Pay contraignant en droit français par la création des articles L. 225-37-2 et L. 225-82-2, ainsi que l'ajout de deux alinéas à l'article L. 225-100 du Code de commerce résultant de l'article 161 de la loi nouvelle annonçait l'adoption à venir d'un décret d'application. C'est chose faite depuis le 16 mars 2017³. En dehors de quelques modifications rédactionnelles de détail destinées à articuler les dispositions réglementaires avec les textes législatifs nouvellement créés, le cœur du décret se situe dans l'introduction de deux nouvelles dispositions réglementaires aux articles R. 225-29-1 et R. 225-56-1, respectivement applicables aux sociétés à conseil d'administration et à directoire.

Rédigées à l'identique, en dehors des renvois aux textes législatifs de référence, ces deux dispositions énumèrent, en pas moins de douze catégories, ce qu'il faut entendre par « éléments composant la rémunération totale et les avantages de toute nature ». Au fond, le décret d'application, purement analytique, ne réalise aucun ajout au texte législatif, ce qui ne saurait surprendre, ni, ce qui pourra décevoir, n'apporte un quelconque éclairage sur l'acception à retenir des termes employés par le législateur. Faisant mentir l'indication de l'objet figurant en préambule, il semble que le décret vient davantage délimiter le champ d'application matériel du texte en

relation aux éléments de rémunération et avantages concernés qu'il ne vient effectivement « préciser les conditions d'application du dispositif de vote de l'assemblée générale des actionnaires ».

Le champ d'application matériel ainsi délimité lève cependant certaines interrogations soulevées par l'adoption de la loi. Ainsi résulte-t-il désormais clairement du décret que rentrent dans les rémunérations incluses dans la politique de vote soumise à l'assemblée par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance tant les rémunérations visées à l'article L. 225-42-1 du Code de commerce⁴ que les rémunérations perçues par d'autres sociétés du groupe, ainsi que les rémunérations qui, jusqu'ici, n'avaient fait l'objet que des recommandations du Code AFEP-MEDEF, telles les clauses de non-concurrence.

La prise en compte des rémunérations perçues par les sociétés du groupe vient opportunément tirer les leçons de ce qui avait mis le feu aux poudres l'an passé à l'assemblée générale d'un certain constructeur automobile, un cabinet de conseil en vote ayant soulevé les rémunérations déjà perçues par le P-DG de la société d'une filiale du groupe⁵. Elle vient en outre nous mettre au diapason de la directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires déjà votée par le Parlement et le Conseil, qui devrait être prochainement publiée au Journal officiel de l'UE⁶.

À défaut d'autres précisions sur la teneur exacte des « principes et critères » qui doivent être exposés et soumis au vote *ex ante* de l'assemblée, le futur texte européen définissant la notion de politique de rémunération constitue dès aujourd'hui plus qu'un guide : un appel à déjà remettre l'ouvrage sur le métier aux fins de sa transposition, susceptible d'améliorer le dispositif français en instituant un rythme plus raisonnable de consultation des actionnaires, fixé à quatre années au maximum⁷.

À une période excessive de « laisser faire » fondée sur une grande complaisance à l'égard du droit souple, le législateur vient de répondre par un dispositif de contrôle complexe encore obscurci par un très vaste champ d'application matériel précisé par le décret. Le droit français doit-il être vanté pour être passé d'un extrême à l'autre ? Sans doute que la complexité du dispositif sera le premier de ses défauts à l'occasion de cette première saison des assemblées générales et, plus encore, de la suivante. L'approbation *ex post* des éléments variables versés individuellement à chaque dirigeant ne sera-t-elle pas de nature à diluer l'intérêt des actionnaires pour la question ? Ici comme ailleurs, un effet de saturation est à attendre de la démultiplication des paramètres d'appréciation et de mesure des performances individuelles de chacun. Ne boudons cependant pas

1. Pour un exposé de cette évolution, rythmée par une succession de scandales, de déclarations d'intention et de multiples interventions législatives, lire l'exposé de V. Magnier, « Retour sur la rémunération des dirigeants de sociétés cotées : comment introduire cohérence et mesure ? », D. 2016, p. 212.

2. Cette chronique, n° 172, nos observations pp. 39-42, spéc. p. 42 ; égal. les obs. de Bénédicte François, « Art. 161 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique », *Rev. soc.* 2017, 59 et la très complète et riche présentation critique de C. Coupet, « Loi Sapin II : consécration légale du Say on Pay », *Dr sociétés*, février 2017, comm. 23.

3. Sur ce texte, les obs. de Bénédicte François, « Rémunération des dirigeants : publication du décret d'application de la loi "Sapin 2" » ; C. Coupet, « Say on pay : adoption du décret d'application », *Dr Sociétés*, mai 2017, alerte 19.

4. Ce qui supposera une subtil articulation chronologique entre contrôle *ex ante*, autorisation de la convention par le CA puis vérification du respect des conditions de performance, et consultation de l'assemblée *ex post*, sur laquelle C. Coupet, « Say on pay : adoption du décret... », préc.

5. Lettre CREDA-sociétés, n° 2016-21 du 30 mai 2016.

6. Futur article 9 ter, paragraphe 1, c).

7. Futur article 9 bis, paragraphe 5.

une réelle avancée, quelles qu'en soient les malfaçons : le simple constat de l'inefficacité de l'autorégulation constitue en soi un progrès. Mais il est dommage que le pivot du nouveau dispositif que constitue la notion de politique de rémunération ait été négligé au profit d'une approche purement analytique. Face à une évolution comme celle à l'œuvre, la clarté de l'esprit est sans doute plus déterminante encore que celle de la lettre. Mais, précisément, sans doute est-ce le législateur lui-même qui hésite sur l'esprit de cette intervention dans la vie des sociétés. Davantage encore que sur des

« paradoxes »⁸, l'encadrement des rémunérations des dirigeants tel qu'il est en train de se construire repose essentiellement sur une incertitude qui est peut-être la pire de toutes, celle qui affecte les choix politiques de ceux qui font les normes. ■

8. Soulignant par une succession de paradoxes le grand écart réalisé par la future directive entre une conception de la rémunération des dirigeants comme « question actionnariale » ou « question sociale », C. Coupet, « Révision de la directive sur les droits des actionnaires... », préc.

Codification de la doctrine de l'AMF relative aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation.

Position-recommandation – Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation – DOC-2017-04.

Commentaire par Jérôme Chacornac

Dans le prolongement d'une démarche déjà décrite dans ces colonnes¹, l'AMF poursuit l'exposé synthétique de sa doctrine par secteur à l'occasion, entre autres, de l'entrée en vigueur du nouveau règlement abus de marché², le 3 juillet dernier.

Le régulateur a ainsi publié le 2 février 2017 une position recommandation consacrée aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation, les deux mesures faisant l'objet d'un même support de doctrine pour refléter le choix opéré par l'article 8 de l'ancienne directive Abus de marché³ et repris à l'article 5 du nouveau règlement consistant à associer ces deux types d'opérations. En dépit de l'unité d'intention qui préside à leur rassemblement sous l'étiquette de « dérogations » adoptée par le règlement abus de marché⁴, l'hétérogénéité technique des deux types

d'opérations est bien réelle et justifie un exposé articulé en deux parties distinctes.

L'exposé du régulateur s'appuie sur les deux règlements délégués venus préciser le règlement Abus de marché⁵ et dresse, comme dans les autres travaux réalisés cet automne, une liste en annexe des documents de doctrine de l'AMF cités ou annulés par la position recommandation. À cet égard, la position recommandation appellera probablement une rapide mise à jour concernant les pratiques de marchés admises. Ayant abandonné les contrats de liquidité obligatoire et les acquisitions d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure dans le cadre d'opérations de croissance externe dès l'entrée en vigueur du règlement abus de marché, la seule pratique de marché admise restait les contrats de liquidité sur actions⁶. Cette pratique de marché a été notifiée à l'ESMA qui vient tout récemment de publier une opinion faisant état des caractéristiques requises pour établir la conformité des contrats de liquidité à l'article 13 du règlement⁷. Cette nouvelle opinion du régulateur européen devrait donc ainsi, très prochainement, appeler un ajustement de la doctrine du régulateur interne... si tant est qu'elle existe encore, au-delà de l'indispensable travail de compilation qu'il entreprend depuis plusieurs mois et dont on peut gager qu'il paraîtra toujours plus nécessaire. ■

1. Cette chronique, n° 171, janv.-févr. 2017, pp. 28-29.

2. Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, JOUE, 12.6.2014, L. 173/1.

3. Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, JOUE 12.4.2003, L.96/16.

4. Une « dérogation » de portée générale, qu'il s'agisse de manipulations de marché ou d'opérations d'initiés, ainsi que cela résultait déjà de l'article 8 de l'ancienne directive abus de marché, en dépit d'une tendance de la doctrine à n'y voir, structurellement, que des exemptions aux manipulations de cours : par ex. D. Martin, E. Dezeuze et F. Bouaziz, « Les Abus de marché – Manquements administratifs et infractions pénales », LexisNexis 2013, p. 314, n° 432 et s.

5. Une « dérogation » de portée générale, qu'il s'agisse de manipulations de marché ou d'opérations d'initiés, ainsi que cela résultait déjà de l'article 8 de l'ancienne directive abus de marché, en dépit d'une tendance de la doctrine à n'y voir, structurellement, que des exemptions aux manipulations de cours : par ex. D. Martin, E. Dezeuze et F. Bouaziz, Les Abus de marché – Manquements administratifs et infractions pénales, LexisNexis 2013, p. 314, n° 432 et s.

6. DOC-2011-07.

7. ESMA – Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts, 25 avril 2017, ESMA70-145-76.

Publication du règlement délégué sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

Commentaire de Frida Mekoui

Après son rejet par le Parlement européen le 14 septembre dernier, le règlement délégué venant pré-

ciser les dispositions du règlement sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (dit « PRIIPs »¹) a finalement été adopté par la Commission européenne le 8 mars dernier.

1. Règlement (UE) n° 1286/2014, du 26 novembre 2014, sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (Règlement PRIIPs).