

CHAPITRE 1.

**RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS SOCIAUX
(ARTICLES 9BIS ET 9TER)**

SECTION 1. – COMMENTAIRE

Article 9bis

Droit de voter sur la politique de rémunération

1. Les États membres veillent à ce que les sociétés établissent une politique de rémunération en ce qui concerne les dirigeants et à ce que la politique de rémunération soit soumise au vote des actionnaires lors de l'assemblée générale.
2. Les États membres veillent à ce que le vote des actionnaires sur la politique de rémunération lors de l'assemblée générale soit contraignant. Les sociétés ne versent de rémunération à leurs dirigeants que conformément à une politique de rémunération approuvée par l'assemblée générale.

Lorsqu'aucune politique de rémunération n'a été approuvée et que l'assemblée générale n'approuve pas la politique proposée, la société peut continuer à rémunérer ses dirigeants conformément aux pratiques existantes et elle soumet une politique de rémunération révisée à l'approbation de la prochaine assemblée générale.

Lorsqu'une politique de rémunération approuvée existe et que l'assemblée générale n'approuve pas la nouvelle politique proposée, la société continue à rémunérer ses dirigeants conformément à la politique existante approuvée et elle soumet une politique de rémunération révisée à l'approbation de la prochaine assemblée générale.

3. Toutefois, les États membres peuvent prévoir que le vote sur la politique de rémunération exprimé lors de l'assemblée générale est consultatif. Dans ce cas, les entreprises ne versent de rémunération

BRUYLANT

à leurs dirigeants que conformément à une politique de rémunération qui a fait l'objet d'un tel vote lors de l'assemblée générale. Lorsque l'assemblée générale rejette la politique de rémunération proposée, la société soumet une politique révisée au vote de l'assemblée générale suivante.

4. Les États membres peuvent autoriser les sociétés, dans des circonstances exceptionnelles, à déroger temporairement à la politique de rémunération, à condition que cette politique prévoie les conditions procédurales en vertu desquelles la dérogation peut être appliquée et précise les éléments de la politique auxquels il peut être dérogé.

Les circonstances exceptionnelles visées au premier alinéa ne couvrent que les situations dans lesquelles la dérogation à la politique de rémunération est nécessaire pour servir les intérêts et la pérennité à long terme de la société dans son ensemble ou garantir sa viabilité.

5. Les États membres veillent à ce que les entreprises soumettent la politique de rémunération au vote de l'assemblée générale lors de chaque modification importante et, en tout état de cause, au moins tous les quatre ans.
6. La politique de rémunération contribue à la stratégie commerciale de la société, aux intérêts et à la pérennité à long terme de l'entreprise, et elle précise la manière dont elle contribue à ces objectifs. Elle est présentée de manière claire et compréhensible et décrit les différentes composantes de la rémunération fixe et variable, y compris tous les bonus et autres avantages, quelle que soit leur forme, qui peuvent être accordés aux dirigeants et en précise l'importance respective.

La politique de rémunération décrit la manière dont les conditions de rémunération et d'emploi des salariés de la société ont été prises en compte lors de l'établissement de la politique de rémunération.

Lorsque la société octroie une rémunération variable, la politique de rémunération établit des critères clairs, détaillés et variés pour l'attribution de la rémunération variable. Elle indique les critères de performances financière et non financière, y compris, le cas échéant, des critères relatifs à la responsabilité sociale des entreprises, et explique la manière dont ces éléments contribuent aux objectifs énoncés au premier alinéa, et les méthodes à appliquer pour déterminer dans quelle mesure il a été satisfait aux critères de performance.

Elle fournit des informations sur les périodes de report éventuelles et sur la possibilité pour la société de demander la restitution d'une rémunération variable.

Lorsque la société octroie une rémunération en actions, la politique de rémunération précise les périodes d'acquisition et, le cas échéant, de conservation des actions applicable après l'acquisition et explique la manière dont la rémunération en actions contribue aux objectifs énoncés au premier alinéa.

La politique de rémunération énonce la durée des contrats ou des accords avec les dirigeants et les périodes de préavis applicables, les caractéristiques principales des régimes de retraite complémentaire ou de retraite anticipée, ainsi que les conditions de résiliation et les paiements liés à la résiliation.

La politique de rémunération explique le processus de décision suivi pour sa détermination, sa révision et sa mise en œuvre, y compris les mesures pour éviter ou gérer les conflits d'intérêts et, le cas échéant, le rôle du comité de rémunération ou d'autres comités concernés. Toute révision de la politique comprend la description et l'explication de toutes les modifications significatives et indique la manière dont elle prend en compte les votes et les avis des actionnaires sur la politique, et les rapports depuis le vote le plus récent sur la politique de rémunération par l'assemblée générale des actionnaires.

7. Les États membres veillent à ce que, après le vote sur la politique de rémunération à l'assemblée générale, cette politique, ainsi que la date et le résultat du vote, soient rendus publics sans retard sur le site internet de la société et restent gratuitement à la disposition du public, au moins pendant la période où elle s'applique.

Article 9ter**Informations à fournir dans le rapport sur la rémunération et droit de voter sur le rapport sur la rémunération**

1. Les États membres veillent à ce que la société établisse un rapport sur la rémunération clair et compréhensible, fournissant une vue d'ensemble complète de la rémunération, y compris tous les avantages, quelle que soit leur forme, octroyés ou dus au cours de l'exercice le plus récent à chaque administrateur, dont les dirigeants nouvellement recrutés et les anciens dirigeants, conformément à la politique de rémunération visée à l'article 9 bis.

S'il y a lieu, le rapport sur la rémunération contient les informations suivantes concernant la rémunération de chaque dirigeant :

- a) la rémunération totale ventilée par composante, la proportion relative correspondante de la rémunération fixe et variable, une explication de la manière dont la rémunération totale respecte la politique de rémunération adoptée, y compris la manière dont elle contribue aux performances à long terme de la société, et des informations sur la manière dont les critères de performance ont été appliqués ;
- b) l'évolution annuelle de la rémunération, des performances de la société et de la rémunération moyenne sur une base équivalente temps plein des salariés de la société autres que les dirigeants au cours des cinq exercices les plus récents au moins, présentés ensemble et d'une manière qui permette la comparaison ;
- c) toute rémunération versée par une entreprise appartenant au même groupe, au sens de l'article 2, point 11), de la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil ;
- d) le nombre d'actions et le nombre d'options sur actions octroyées ou proposées, ainsi que les principales conditions d'exercice des droits, y compris le prix et la date d'exercice et toute modification de ces conditions ;
- e) des informations sur l'utilisation de la possibilité de demander la restitution d'une rémunération variable ;
- f) des informations sur tout écart par rapport à la procédure de mise en œuvre de la politique de rémunération visée à l'article 9bis, paragraphe 6, et sur toute dérogation appliquée

conformément à l'article 9bis, paragraphe 4, y compris l'explication de la nature des circonstances exceptionnelles et l'indication des éléments spécifiques auxquels il est dérogé.

2. Les États membres veillent à ce que les sociétés n'incluent pas, dans le rapport sur la rémunération, des catégories particulières de données à caractère personnel des dirigeants à titre individuel au sens de l'article 9, paragraphe 1, du règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil ou des données à caractère personnel qui se rapportent à la situation familiale des dirigeants à titre individuel.
3. Les sociétés traitent les données à caractère personnel des dirigeants contenues dans le rapport sur la rémunération en vertu du présent article aux fins du renforcement de la transparence de la société en ce qui concerne la rémunération des dirigeants, en vue de renforcer la responsabilité des dirigeants et le droit de regard des actionnaires sur la rémunération des dirigeants.

Sans préjudice de toute période plus longue fixée par un acte législatif sectoriel de l'Union, les États membres veillent à ce que les sociétés ne mettent plus à la disposition du public, en vertu du paragraphe 5 du présent article, les données à caractère personnel des dirigeants contenues dans le rapport sur la rémunération conformément au présent article, après dix ans à compter de la publication du rapport sur la rémunération.

Les États membres peuvent prévoir, par la loi, le traitement des données à caractère personnel des dirigeants à d'autres fins.

4. Les États membres veillent à ce que l'assemblée générale annuelle dispose du droit de procéder à un vote consultatif sur le rapport sur la rémunération des exercices les plus récents. La société explique, dans le rapport sur la rémunération suivant, la manière dont le vote de l'assemblée générale a été pris en compte.

Toutefois, pour les petites et moyennes entreprises, telles qu'elles sont définies, respectivement, à l'article 3, paragraphes 2 et 3, de la directive 2013/34/UE, les États membres peuvent prévoir, en lieu et place du vote, que le rapport sur la rémunération des exercices les plus récents est soumis à la discussion lors de l'assemblée générale annuelle en tant que point séparé de l'ordre du jour. La société

explique, dans le rapport sur la rémunération suivant, la manière dont il a été tenu compte de la discussion à l'assemblée générale.

5. Sans préjudice de l'article 5, paragraphe 4, après l'assemblée générale, les sociétés mettent le rapport sur la rémunération gratuitement à la disposition du public sur leur site internet, pour une période de dix ans, et peuvent décider de le garder à disposition pour une plus longue période, pour autant que les données à caractère personnel des dirigeants n'y figurent plus. Le contrôleur légal des comptes ou le cabinet d'audit vérifie que les informations requises par le présent article ont été communiquées.

Les États membres veillent à ce que les dirigeants de la société, agissant dans le cadre des compétences qui leur sont conférées par le droit national, aient la responsabilité collective de veiller à ce que le rapport sur la rémunération soit établi et publié conformément aux exigences de la présente directive. Les États membres veillent à ce que leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité, au moins envers la société, s'appliquent aux dirigeants de celle-ci en cas de violation des obligations visées au présent paragraphe.

6. Afin d'assurer une harmonisation en ce qui concerne le présent article, la Commission adopte des lignes directrices pour préciser la présentation standardisée des informations prévues au paragraphe 1.

Edmond SCHLUMBERGER

Professeur à l'École de droit de la Sorbonne – Université Paris 1
Panthéon Sorbonne

809. Premiers regards sur le *say on pay*. La question du contrôle des rémunérations allouées aux dirigeants sociaux des sociétés cotées figure assurément parmi les plus controversées du droit des sociétés contemporain, spécialement au vu de ses enjeux médiatiques qui dépassent son seul cadre juridique pour revêtir une dimension sociétale incontournable.

Sur le plan technique, il convient tout d'abord de rappeler que, dans la plupart des cas, les dirigeants exécutifs de ces entités ne détiennent pas de participation significative dans leur capital. Généralement recrutés

pour leurs compétences en tant que professionnels du management à la tête de structures particulièrement complexes, ils peuvent de ce fait être perçus comme des « super-salariés » au profil rare, dont la précarité et l'importance des fonctions occupées sont censées justifier une rémunération conséquente. Néanmoins, le risque, identifié de longue date par la théorie économique, réside dans le conflit d'agence qui en résulte entre actionnaires et dirigeants, ces derniers étant tentés de privilégier une stratégie destinée à asseoir leur position plutôt qu'à accroître la valeur actionnariale (1). Les fondements du gouvernement d'entreprise (*corporate governance*) invitent dès lors à aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, ce qui se traduit par le recours à différents mécanismes : développer des modes de rémunération variable en lien avec les résultats de la société et d'attribution de titres de capital par le biais de procédés divers (*stock-options*, attribution d'actions gratuites...), créer des organes spécialisés et aussi indépendants que possible au sein des sociétés – on pense ici aux comités de rémunérations – pour façonner avec soin les *packages* de rémunération offerts aux dirigeants, ou encore accorder aux actionnaires une transparence de plus en plus complète sur les diverses composantes des rémunérations promises puis effectivement versées à ces mêmes dirigeants.

Si ces voies ont en pratique été très largement empruntées au cours des décennies 1990 et 2000, elles ont toutefois donné lieu, dans le même temps, à un accroissement très significatif des montants des rémunérations en cause (2), alors même qu'on eût pu s'attendre à ce qu'elles fussent de nature à les modérer. Surtout, dans un contexte de hausse des inégalités de revenus amplifié par la crise financière de 2008, l'importance des sommes en jeu est venue sensibiliser l'opinion publique à cette question, en particulier au regard de certaines pratiques d'indemnités de départ assez peu en phase avec le souci de récompenser les performances accomplies par les intéressés au terme de leur mandat social.

(1) Voy. l'analyse classique de A. BERLE et G. MEANS, *The modern corporation and private property*, éd. Transaction Publishers, 1932.

(2) Voy. le tableau de C. VAN DER ELST et T. RAALJMAKERS, « Remuneration of Top Executives and Service Contracts », § 1.02, p. 4, in *Executive Directors' Remuneration in Comparative Corporate Perspective*, Wolters Kluwer, 2015. Pour le cas spécifique de la France, voy. également le rapport d'information déposé à l'Assemblée nationale de P. Houillon sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marché, 7 juillet 2009, indiquant que « la rémunération moyenne des dirigeants de grandes sociétés cotées a progressé de 15 % par an entre 1997 et 2007 alors que celle des salariés a évolué, sur la même période, de 3 % en rythme annuel ».

La conjugaison de ces éléments a dès lors progressivement fait émerger l'idée de conférer davantage de prérogatives aux actionnaires, en les invitant à se prononcer directement dans le cadre de décisions collectives sur l'ensemble de ces rémunérations, au-delà de la voie médiane consistant, comme ce fut le cas en France, à ne les consulter que sur leurs composantes les plus controversées (3). Outre le fait que le conflit d'agence précédemment évoqué s'en trouverait pour l'essentiel résolu, il en résulterait mécaniquement, à terme, une limitation des montants alloués aux dirigeants, ou à tout le moins une remise en cause des excès les plus criants constatés en ce domaine, compte tenu de la vocation naturelle des actionnaires à préserver à la fois leurs intérêts financiers directs et la réputation de la société dont ils détiennent les titres.

810. Développements du *say on pay*. En bonne logique, le vocable de *say on pay* est apparu simultanément à l'introduction du mécanisme au Royaume-Uni, État précurseur en la matière. Dès 2002, un *statutory instrument* imposa en effet au *board of directors* des sociétés cotées la préparation d'un rapport sur la rémunération des dirigeants au terme de chaque exercice, rapport lui-même soumis à un vote de l'assemblée générale des actionnaires (4). Cette initiative ne resta pas isolée, loin s'en faut. Deux ans plus tard, les Pays-Bas entreprirent une réforme du même ordre (5), par une modification du code civil néerlandais destinée à conférer à l'assemblée générale des sociétés cotées la compétence exclusive de fixer la politique de rémunération des dirigeants, par le biais d'un vote contraignant et non simplement consultatif sur ce point (6).

La technique du *say on pay* se généralisa dès lors progressivement dans les principaux ordres juridiques, par-delà les particularismes inhérents à chaque État, qu'ils relèvent de la *common law* ou du droit civil, et indépendamment du degré de dispersion ou de concentration du capital des sociétés en relevant (7). Outre-Atlantique, en dépit de la résistance initiale des *boards of directors* à renoncer à une part de leurs prérogatives, la

(3) Voy. l'ancien art. L. 225-42-1 C. com., tel qu'institué par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, et qui a finalement été abrogé par l'ordonnance n° 2019-1234 du 27 novembre 2019.

(4) Voy. UK Statutory instrument 2002 No. 1986, « The Directors' Remuneration Report Regulations 2002 ».

(5) Voy. A. LAFARRE et C. VAN DER ELST, « Executive Pay and Say-on-Pay in the Netherlands », in *Executive Directors' Remuneration in Comparative Corporate Perspective*, Alphen ann den Rijn, Wolters Kluwer, 2015, p. 205, spéc. p. 213.

(6) Voy. art. 2:135, § 1, C. civ. néerlandais (trad.) : « *The Corporation shall have a policy in regard of the remuneration of the Board of Directors. The policy is adopted by the General Meeting [...]* ». Cette disposition nouvelle est entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2004.

(7) Pour un panorama de référence, voy. R. THOMAS et C. VAN DER ELST, « Say on Pay around the World », janvier 2014, disponible au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=2401761>.

pression actionnariale finit aussi par l'emporter, sous l'influence déterminante de la crise financière de 2008. C'est en effet dans son prolongement que le célèbre *Dodd-Frank Act* de 2010 entreprit à son tour de généraliser la mise en œuvre du *say on pay* à toutes les sociétés cotées (8). Ce mouvement s'étendit ensuite à l'Union européenne, fût-ce de manière très progressive (9), et gagna dans le même temps d'autres continents (10), au point que le *say on pay* semble aujourd'hui devenu une caractéristique commune des sociétés d'une certaine dimension, pour autant qu'elles soient cotées (11). Quant à la France, elle adopta également ce dispositif, mais ce à marche forcée, le recours à la *soft law* laissant finalement place à un mécanisme contraignant introduit dans le Code de commerce (12).

811. Genèse du texte. Il était dès lors naturel que le droit de l'Union européenne, par-delà ses différents États membres, s'emparât du mécanisme, spécialement dans un instrument législatif dédié à la promotion des droits des actionnaires (13). À la vérité, on trouve les prémices d'une telle initiative dès 2003, dans le cadre de la communication émise par la Commission relative à la modernisation du droit des sociétés et au renforcement du gouvernement d'entreprise (14), où elle

(8) Dans un premier temps, le dispositif fut imposé par la SEC aux seuls établissements financiers bénéficiant des subsides alloués au titre du programme TARP (*Troubled Asset Relief Program*), avant que la section 951 du *Dodd-Frank Act* ne l'étende à l'ensemble des sociétés cotées, avec une mise en œuvre échelonnée en fonction du niveau de leur capitalisation. Pour plus de détails, voy. R. THOMAS et C. VAN DER ELST, « Say on Pay around the World », *op. cit.*, spéc. pp. 660 et 661.

(9) Ainsi, en avril 2014, seule une minorité d'États membres – en l'occurrence au nombre de 13 – avait institué une forme de *say on pay* dans leur réglementation ; voy. Commission Staff Working Document, « Impact Assessment du 9 avril 2014 – Document accompagnant la Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise », spéc. p. 28.

(10) Citons entre autres l'exemple de l'Australie et du Brésil, lesquels ont tous deux adopté une forme de *say on pay*, respectivement en 2005 et 2010.

(11) Voy. ainsi l'ouvrage de référence de R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3^e éd., Oxford, OUP, 2017, p. 157, dans lequel, sur la base d'une analyse comparée des systèmes juridiques de 7 États (États-Unis, Japon, Brésil, Royaume-Uni, France, Allemagne et Italie), les auteurs tirent le constat suivant : « All of our jurisdictions require listed firms to submit some forms of executive compensation to shareholder approval. All jurisdictions also grant a binding [...] or advisory vote on executive compensation packages (a regime known as "say on pay") ».

(12) Voy. la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, dite loi Sapin 2, sur laquelle voy. not. H. LE NABASQUE, « Le champ d'application du nouveau say on pay (loi Sapin 2 du 9 décembre 2016 et décret du 16 mars 2017) », *BJS*, avril 2017, p. 263.

(13) Sur les différentes étapes du processus, voy. surtout C. VAN DER ELST et M. VAN FALIER, « The European Remuneration Framework : Recent Policy Changes and their Implications on Executive Remuneration Contracts », in *Executive Directors' Remuneration in Comparative Corporate Perspective*, *op. cit.*, spéc. p. 13.

(14) Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – Un plan pour avancer », COM/2003/0284 final, 21 mai 2003.

y indique que « les actionnaires devraient pouvoir [...] avoir leur *mot à dire sur les éléments de rémunération liés au cours de l'action* », et « qu'un dispositif réglementaire approprié doit être composé de quatre éléments essentiels (information sur la politique de rémunération dans les comptes annuels, information sur les rémunérations individuelles des administrateurs dans les comptes annuels, *approbation préalable par l'assemblée générale des systèmes prévoyant l'octroi d'actions ou d'options sur actions aux administrateurs*, prise en compte appropriée des coûts de ces systèmes d'incitation dans les comptes annuels de la société) ». L'accent était donc initialement mis sur les rémunérations variables et sur celles assises sur l'allocation de titres de capital, et se concrétisa dès l'année suivante dans une recommandation spécialement dédiée à la question (15). La Commission y formait en effet déjà le souhait d'un vote de l'assemblée, consultatif ou obligatoire, sur une « déclaration sur les rémunérations » (16), et sur la politique appliquée par la société en la matière, laquelle demeurerait cependant focalisée sur la composante variable de la rémunération et les critères de performance sur lesquels elle est fondée (17), avec une appréciation à la fois *ex ante* et *ex post* (18). Autrement dit, si un certain nombre d'éléments saillants du *say on pay* étaient déjà peu ou prou réunis en 2004 à l'échelle européenne, ils demeureraient imprégnés par une faveur de principe pour les rémunérations liées à la performance, selon la logique de la théorie du gouvernement d'entreprise, et formulés par la voie d'une simple recommandation adaptée au principe *comply or explain* qui rayonnait alors dans ce cadre. Surtout, ils demeureraient totalement absents de la directive 2007/36/CE sur les droits des actionnaires des sociétés cotées.

La crise financière déclencha alors un changement d'optique, pouvant être observé dès la formulation de la recommandation de 2009, laquelle vint compléter celle de 2004 (19) en posant des exigences de

(15) 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.

(16) Voy. art. 4, § 2, de la recommandation 2004/913/CE, auquel il faut ajouter un vote *ex ante* systématique à propos des rémunérations assises sur l'attribution de titres de capital ; voy. art. 6, § 1, et 6, § 2, de la même recommandation.

(17) Voy. art. 3, § 3, de la recommandation 2004/913/CE sur le contenu minimal de la déclaration.

(18) Voy. art. 3, § 2, de la recommandation 2004/913/CE : « La déclaration sur les rémunérations devrait porter principalement sur la politique de la société en matière de rémunération de ses administrateurs au cours de l'exercice suivant et, le cas échéant, des exercices ultérieurs. Elle devrait contenir aussi un bref exposé de la manière dont la politique de rémunération a été mise en œuvre au cours de l'exercice précédent. L'accent devrait être mis en particulier sur toute modification importante de la politique de la société cotée en matière de rémunération par rapport à l'exercice précédent ».

(19) Recommandation du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs de sociétés cotées.

fond concernant la rémunération variable et les critères de performance qui la justifient, de façon à inscrire la rémunération des dirigeants au service de la promotion de la viabilité à long terme de la société. Ainsi, si le vote des actionnaires ne faisait pas l'objet en tant que tel de recommandations nouvelles, son objet s'en trouvait tout de même par voie de conséquence notablement élargi, en tant qu'élément de contrôle du caractère adapté de la rémunération des dirigeants à l'aune des intérêts de long terme de la société.

812. Adoption du texte. Il ne restait plus qu'à presser davantage les États membres d'emprunter cette voie, fût-ce de manière impérative. Cette démarche fut introduite par le plan d'action publié par la Commission fin 2012 (20), qui y annonça son souhait « d'accorder aux actionnaires le droit de vote sur la politique de rémunération et le rapport concernant les rémunérations » le cas échéant par voie de directive (21), en envisageant donc expressément un vote *ex ante* et un vote *ex post*. Ce souhait fut ensuite intégré dans la proposition de directive du 9 avril 2014 (22), dont l'analyse d'impact fit ressortir « le lien insuffisant entre la rémunération et les performances des administrateurs », en l'absence d'informations exhaustives, claires et comparables, et d'outils suffisants à la disposition des actionnaires pour leur permettre d'exprimer leur avis sur cette rémunération. En sus de précisions concernant les éléments devant figurer dans la politique de rémunération, la proposition entérinait dès lors le principe du double vote des actionnaires, moyennant deux différences notables. D'une part, sur le plan de la *portée* du vote, la Commission proposait que le vote *ex ante* sur la politique de rémunération soit systématiquement contraignant (23), tandis que le vote *ex post* relatif au rapport portant sur les rémunérations pouvait dans son esprit être seulement consultatif (24). D'autre part, sur le plan

(20) Communication de la Commission, « Plan d'action : droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise – un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », COM(2012) 740 final, 12 décembre 2012.

(21) Voy. § 3.1 du plan, spéc. p. 10, qui évoque « une initiative, éventuellement sous la forme d'une modification de la directive sur les droits des actionnaires ».

(22) Voy. proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise, COM(2014) 213 final, 9 avril 2014.

(23) Voy. art. 9bis, § 1, tel qu'envisagé par la proposition : « Les entreprises ne versent de rémunération à leurs administrateurs que conformément à une politique de rémunération approuvée par les actionnaires ».

(24) Voy. art. 9ter, § 3, tel qu'envisagé par la proposition : « Lorsque les actionnaires votent contre le rapport sur la rémunération, l'entreprise explique, dans le rapport sur la rémunération suivant, si le vote des actionnaires a été pris en compte ou non et dans l'affirmative, de quelle manière ».

de la *temporalité* du vote, le vote *ex ante* devait intervenir au moins tous les trois ans, sans être nécessairement annuel (25), à l'inverse du vote *ex post* devant apprécier annuellement la bonne exécution de la politique votée à propos des rémunérations effectivement versées aux dirigeants (26). Après que quelques retouches notables furent apportées au texte par le Parlement européen (27), notamment quant à la possibilité de prévoir un vote *ex ante* consultatif, à l'exigence d'un vote *ex ante* renouvelé à l'occasion de chaque modification de la politique et à la suppression de l'exigence de fixation d'un plafond de rémunération au sein de la politique de rémunération (28), le texte final fut définitivement adopté par le Conseil de l'Union européenne le 3 avril 2017, dans la version telle qu'on le connaît aujourd'hui.

813. Structure du dispositif. Le positionnement du texte concerné au sein de la directive 2007/36/CE offre peu d'indications au lecteur, en ce qu'il est simplement introduit dans son chapitre II dédié de manière générale aux assemblées générales d'actionnaires, dans lequel il apparaît de manière quelque peu abrupte après la formulation des droits individuels des actionnaires résultant de la version originelle de la directive (29). À l'inverse, la structure interne du dispositif mis sur pied est beaucoup plus éclairante et reflète assez fidèlement sa nature profonde, revenant à conférer à l'assemblée des actionnaires le soin de se prononcer à deux reprises sur sa mise en œuvre.

En premier lieu, l'article 9*bis* inséré dans la directive porte sur la *politique de rémunération des dirigeants*, en mettant l'accent, par son intitulé même, sur le *droit de voter sur cette politique de rémunération*, donc sur le vote *ex ante* des actionnaires (sous-section 1). En second lieu, l'article 9*ter* est pour sa part dédié au *rapport sur la rémunération* effectivement versée à chaque dirigeant, lui-même soumis au *droit de voter* sur ce rapport accordé aux actionnaires, selon un mécanisme de vote *ex post* (sous-section 2).

(25) Voy. art. 9*bis*, § 1, tel qu'envisagé par la proposition.

(26) Voy. art. 9*ter*, § 3, tel qu'envisagé par la proposition.

(27) Voy. la position définitive adoptée par le Parlement européen le 14 mars 2017, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TC1-COD-2014-0121_FR.pdf.

(28) Voy. *infra*, n° 822.

(29) Voy. l'art. 5 sur l'information à délivrer aux actionnaires en amont de l'assemblée, l'art. 6 sur le droit d'inscrire des points ou de déposer des projets de résolution à l'ordre du jour de l'assemblée, ou encore l'art. 9 sur le droit de poser des questions concernant les points inscrits à l'ordre du jour.

Sous-section 1. – Article 9bis – Droit de voter sur la politique de rémunération

814. Présentation. L'intitulé de l'article 9bis dévoile en lui-même le double objet de la disposition, divisée en sept paragraphes. Il s'agit de conférer à la collectivité des actionnaires en toute hypothèse un droit de vote, à propos d'une politique de rémunération des dirigeants préalablement définie et qui lui est donc soumise à cette occasion. Le paragraphe 1 de l'article 9bis exprime pareillement cette perspective : « Les États membres veillent à ce que (i) les sociétés établissent une politique de rémunération en ce qui concerne les dirigeants et à ce que (ii) la politique de rémunération soit soumise au vote des actionnaires lors de l'assemblée générale ». Les paragraphes 2 à 5 traitent ensuite de ce vote (§ 1), avant que le paragraphe 6 ne précise à lui-seul et de manière assez détaillée le contenu de la politique de rémunération livrée à l'appréciation des actionnaires (§ 2). Quant au paragraphe 7, il impose la publicité de la politique et du vote en des termes suscitant peu de remarques (§ 3).

§ 1. Le vote des actionnaires

815. Compétence organique. Commençons par dissiper une première ambiguïté concernant la *nature de la prérogative* en jeu. L'intitulé de l'article 9bis évoque en effet un « droit de voter » qui serait accordé aux actionnaires à propos de la politique de rémunération des dirigeants. Littéralement, on pourrait donc comprendre, d'une part, que les actionnaires jouissent *individuellement* de ce droit, à l'instar des divers droits qui leur étaient – et leur sont toujours – conférés par la directive dans sa version d'origine, et d'autre part, qu'ils peuvent *renoncer* – individuellement ou collectivement – à exercer un tel droit de vote. Le contenu de l'article révèle toutefois qu'il n'en est rien, en ce qu'il vise de manière récurrente et significative le vote « des actionnaires » exprimée « lors de l'assemblée générale », laquelle a donc bien vocation à systématiquement se prononcer sur la question en jeu, sans pouvoir déléguer à quiconque une telle compétence. Le paragraphe 5 de l'article 9bis de la directive confirme au demeurant directement le caractère impératif de cette délibération collective, censée intervenir « au moins tous les quatre ans » (30). Autrement dit, il ne s'agit pas

(30) Voy. art. 9bis, § 5, qui impose également un tel vote de l'assemblée générale « lors de chaque modification importante » de la politique de rémunération.

tant de garantir des droits individuels d'actionnaires que de consacrer la compétence de l'assemblée générale, en tant qu'organe social, pour approuver souverainement les éléments constitutifs de la rémunération des dirigeants. Cette nouvelle perspective apparaît bien conforme à l'objectif d'ensemble de la directive (UE) 2017/828, visant à « promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires », ce qui passe par un renforcement de leur rôle dans la gouvernance de la société.

816. Rémunération des dirigeants dans leur ensemble. Une seconde observation, liée à la précédente, doit être formulée à propos du *champ d'application* du dispositif, et plus précisément la notion de *dirigeants* à laquelle le texte européen se réfère au cas présent aux fins d'appréhender le contrôle de leur rémunération par les actionnaires. De fait, cette notion n'est pas nécessairement évidente à cerner, dès lors qu'elle peut procéder de l'exercice de prérogatives de gestion ou plus largement de pouvoirs de contrôle, au-delà de la seule capacité à passer des actes au nom et pour le compte de la société. Sur ce point, dans la disposition dédiée aux définitions (31), la directive retient une approche délibérément large qui mérite d'être saluée (32), en rangeant expressément sous ce vocable (i) « tout membre d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance d'une société » et (ii) « lorsqu'ils ne sont pas membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance d'une société, le directeur général et, si une telle fonction existe au sein d'une société, le directeur général adjoint », tout en précisant au surplus que peuvent y être assimilées « d'autres personnes qui exercent des fonctions similaires à celles exercées dans les cas » précédemment visés, pourvu que l'État membre le prévoie ainsi.

Par conséquent, la directive entend donner une portée maximale à la compétence nouvelle qu'elle alloue à la collectivité des actionnaires, ce qui n'était pas nécessairement la voie la plus naturelle, et traduit au demeurant une évolution notable dans la mesure où le dispositif visait initialement de manière privilégiée les dirigeants exécutifs, quand bien même les recommandations antérieurement applicables se référaient plus généralement aux « administrateurs », soit la

(31) Voy. art. 2, i), de la directive, disposition qui procède bien d'une insertion opérée par la directive (UE) 2017/828.

(32) Ce que reflète encore, d'un pur point de vue sémantique, le choix, dans la version française de la directive, du terme « dirigeants », substitué à celui d'« administrateurs » qui était encore formulé au stade de la proposition de directive du 9 avril 2014 ; voy. art. 9bis et 9ter de la proposition.

traduction – inadéquate – du terme anglais « directors » (33). La plupart des États membres ont dès lors dû adapter leurs règles pour inclure les dirigeants non exécutifs dans le champ du mécanisme, l'enjeu fût-il perçu comme de moindre ampleur que pour les dirigeants exécutifs. On peut ici citer le cas de l'Allemagne, dont la loi de transposition de la directive (34) a imposé l'adoption d'une politique de rémunération pour les membres du conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*) soumise au vote des actionnaires au moins une fois tous les quatre ans (35), ou encore la France qui n'eut d'autre choix que d'inclure semblablement administrateurs et membres du conseil de surveillance dans le champ de la politique de rémunération (36) comme du vote *ex post* (37) en utilisant le vocable générique de « mandataires sociaux » (38).

817. Portée et modalités du vote des actionnaires. Sur ce point, la version finale de la directive a offert une importante marge de manœuvre aux États membres. Alors que la Commission n'envisageait, à propos de la politique de rémunération, qu'un vote *contraignant* des actionnaires (39), celui-ci peut en définitive n'avoir qu'une valeur *consultative* si les États le décident (40), quand bien même la directive privilégierait par principe le premier choix (41). En tout état de cause, il ne semble pas possible pour une société donnée de *prévoir spontanément un vote contraignant* si le texte national de transposition a retenu un *vote seulement consultatif*.

Pour autant, il ne faut pas surestimer la différence qui découle de l'une ou l'autre de ces options. En toute hypothèse, en cas de *rejet* de la politique de rémunération livrée au vote des actionnaires, il en résulte la nécessité de soumettre à leur approbation une politique *révisée* lors de la *prochaine assemblée*, que le vote ait été contraignant (42) ou simplement consultatif (43). En revanche, le *versement effectif de la*

(33) Le terme « *directors* » désignant plutôt les dirigeants au sens large, parmi lesquels certains jouissent de pouvoirs dits exécutifs, chaque fois qu'ils ont la faculté d'agir au nom de la société et de la représenter à l'égard des tiers.

(34) Voy. *Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie*, dite ARUG II, en date du 12 décembre 2019.

(35) Voy. § 113 de l'*Aktiengesetz*, telle que modifiée par la loi ARUG II.

(36) Voy. art. R. 22-10-14, 5, C. com. : « la politique de rémunération présente [...] Les critères de répartition de la somme fixe annuelle allouée par l'assemblée générale aux administrateurs ».

(37) Voy. art. L. 22-10-9 C. com.

(38) Voy. art. L. 22-10-8 C. com.

(39) Voy. art. 9bis, § 1, de la proposition.

(40) Voy. art 9bis, § 2, tel que résultant de la directive (UE) 2017/828.

(41) Voy. art 9bis, § 2, tel que résultant de la directive (UE) 2017/828.

(42) Voy. art. 9bis, § 2.

(43) Voy. art. 9bis, § 3.

rémunération aux dirigeants obéira à des modalités distinctes selon le choix opéré par l'État membre. Lorsque celui-ci est un système de vote *contraignant*, et en cas de *vote négatif*, le versement précité ne peut intervenir qu'en vertu d'une *politique préalablement approuvée par l'assemblée*, et à défaut de l'existence d'une telle approbation préalable, conformément aux *pratiques antérieures de la société* (44). À l'inverse, lorsque le vote de l'assemblée est simplement *consultatif*, et quand bien même il serait *négatif*, le versement des rémunérations peut malgré tout intervenir conformément à la politique de rémunération *soumise au vote des actionnaires*, en dépit de son absence d'approbation par l'assemblée (45), la portée du vote négatif ne se mesurant donc qu'au travers de la nécessité de présenter une politique révisée lors de la prochaine assemblée. La complexité qui en découle explique probablement le large recours des États membres au vote *contraignant* (46), sans qu'il ne soit cependant généralisé (47).

Quant aux *conditions d'adoption* de la décision d'approbation ou de rejet de la politique de rémunération, on remarquera l'absence de précision formulée par la directive, qui renvoie ce faisant implicitement aux États membres pour compléter le cas échéant le dispositif. Tout juste peut-on penser que, par principe, *les conditions d'adoption d'une résolution ordinaire* sont *a minima* requises, puisque l'assemblée générale est amenée à se prononcer sur la politique soumise (48), mais rien ne semble interdire aux États de prévoir une majorité plus exigeante ou d'offrir à tout le moins aux statuts la possibilité d'œuvrer en ce sens (49).

818. Fréquence du vote. Sur ce point, la directive a évolué de manière sensible par comparaison avec la proposition initiale de la Commission, et ce sur deux points.

(44) Voy. art. 9*bis*, § 2.

(45) Voy. art. 9*bis*, § 3.

(46) Pour la France, voy. art. L. 22-10-8 II C. com., dont les termes reproduisent très fidèlement ceux de l'art. 9*bis*, § 2, de la directive ; pour la Belgique, voy. art. 7:89/1, § 3, CSA.

(47) Pour l'Allemagne, voy. § 120a AktG, qui dispose que la résolution votée par l'assemblée ne fonde aucun droit ni obligation (« *Der Beschluss begründet weder Rechte noch Pflichten* »).

(48) Tel est le système retenu par le droit français ; voy. art. L. 22-10-8 II C. com qui fixe clairement la compétence de l'assemblée générale ordinaire, par renvoi aux règles des articles L. 225-98 et L. 22-10-32 C. com.

(49) Tel est le cas aux Pays-Bas, dont la loi de transposition en date du 6 novembre 2019 requiert une majorité qualifiée des $\frac{3}{4}$ des votes, à moins que les statuts n'y dérogent en exigeant une majorité moins élevée ; voy. art. 2:135a, § 2, C. civ. néerlandais.

En premier lieu, alors que cette dernière envisageait la tenue d'un tel vote « au moins tous les trois ans », il est finalement indiqué que la soumission de la politique de rémunération au vote de l'assemblée générale intervient « au moins *tous les quatre ans* » (50). Si la plupart des États membres ont retenu cette logique en reprenant littéralement la formule de la directive (51), la France a divergé sur ce point, et ce avant même la publication de cette dernière (52), puisqu'elle exige que ce vote intervienne « chaque année » (53), ce qui peut être perçu comme partiellement contradictoire avec l'objectif général de « long-termisme » assigné par la directive.

En second lieu, un nouveau vote a encore vocation à intervenir « lors de *chaque modification importante* » de la politique de rémunération (54), précision qui était absente de la proposition de directive. Faute de précision complémentaire offerte par la directive non plus que par les textes nationaux de transposition, il faudra procéder à une analyse *in concreto* pour identifier une telle modification importante, en examinant au premier chef si les éléments modifiés sont directement visés par la directive dans sa description du contenu de la politique de rémunération soumise au vote des actionnaires (55). À l'examen, il semble qu'un nombre significatif de sociétés procèdent à des modifications de leur politique de rémunération sans solliciter l'approbation des actionnaires, en considérant – parfois implicitement – que la modification en question n'est pas « importante » (56). À cet égard, une variante qui semble avoir le vent en poupe tient à l'insertion de *clauses d'ajustement* dans la politique de rémunération, de façon à ce que de telles clauses aient pu

(50) Voy. art. 9bis, § 5.

(51) C'est notamment le cas de l'Allemagne (voy. § 120a AktG) ou de la Belgique (voy. art. 7:89/1, § 3, CSA) ; plus généralement sur la question, voy. H. BIRKMOSE et K. SERGAKIS, *The Shareholder Rights Directive II – A commentary*, Cheltenham, Edward Elgar, 2021, spéc. § 11.21, p. 265, qui soulignent les difficultés d'interprétation que la formule soulève, spécialement pour identifier l'exercice pour lequel le vote devra être renouvelé, faute de savoir avec certitude s'il faut décompter l'année lors de laquelle la dernière approbation par l'assemblée est intervenue.

(52) La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, à l'origine de l'introduction à titre impératif du *say on pay* en droit français, prévoyait ainsi déjà ce vote annuel ; voy. ancien art. L. 225-37-2 C. com.

(53) Voy. art. L. 22-10-8, II, C. com.

(54) Voy. art 9bis, § 5.

(55) Voy. art. 9bis, § 6.

(56) Voy. en France, le constat récent de l'AMF dans son dernier rapport annuel, *Rapport 2021 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, spéc. p. 94 : « L'AMF constate que parmi les 18 sociétés de l'échantillon ayant procédé en cours d'exercice 2020 à une ou plusieurs modifications de leur politique de rémunération 2020, seules 6 sociétés ont soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires 2021 une modification de la politique de rémunération 2020. » Or, pour le régulateur, « la plupart des ajustements de rémunération envisagés par une société est susceptible d'entrer dans le champ de la politique de rémunération ».

être approuvées par les actionnaires en amont de leur mise en œuvre. Il reste à se demander si l'information de ces derniers aura toujours été suffisante à ce stade, spécialement lorsque les ajustements visés confèrent une importante marge de manœuvre à l'organe de gestion ou de surveillance (57).

819. Dérogation temporaire. Par ailleurs, contrastant là encore avec la proposition de directive, le texte, dans sa version définitive, a ouvert aux États la possibilité d'autoriser les sociétés « à déroger [...] à la politique de rémunération » en vigueur, sous plusieurs conditions : (i) le caractère « temporaire » de la dérogation, (ii) la présence de « circonstances exceptionnelles », (iii) l'introduction, dans la politique préalablement arrêtée, de « conditions procédurales en vertu desquelles la dérogation peut être appliquée », (iv) la précision, dans la même politique, des « éléments [...] auxquels il peut être dérogé » et (v) la nécessité de la dérogation « pour servir les intérêts et la pérennité à long terme de la société dans son ensemble ou garantir sa viabilité ». En pareille hypothèse, on comprend donc que l'organe habilité à préparer la politique de rémunération pourrait donc y déroger sans avoir à recueillir l'aval des actionnaires, ce qui est à l'évidence de nature à affaiblir la portée du dispositif.

Bien que cette possibilité ait pu effectivement être retenue par les États dans le cadre de la transposition du texte (58), ce cumul de conditions rend particulièrement improbable l'utilisation du dispositif par les sociétés. Par prudence, celles-ci seront plutôt enclines à mettre en œuvre une « *modification importante* » de la politique (59) si les circonstances l'imposent et à la faire ratifier lors de l'assemblée générale suivante, suivant un procédé qui semble déjà avoir été utilisé pour organiser l'octroi d'une rémunération exceptionnelle à un dirigeant exécutif (60).

(57) Voy. sur ce point, en France, la mise en garde récente de l'AMF, qui « recommande que les éventuelles clauses d'ajustement prévues au sein de la politique de rémunération soient rédigées de façon suffisamment précise et approuvées en connaissance de cause par l'assemblée générale des actionnaires, pour être aisément applicables par le conseil d'administration le cas échéant » ; voy. *Rapport 2021 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, spéc. p. 98.

(58) Voy. ainsi, pour la France, art. L. 22-10-8 III C. com. ; sans prétendre à l'exhaustivité, la possibilité a également été prévue aux Pays-Bas (voy. art. 2:135a, § 4, C. civ. néerlandais) et en Belgique (art. 7:89/1, § 5, CSA).

(59) Voy. *supra*, n° 818.

(60) Voy. ainsi l'exemple de Peugeot SA, dont le conseil de surveillance, au regard de l'élaboration d'un plan de redressement d'une branche d'activité du groupe, avait introduit le 24 octobre 2017 un élément de rémunération exceptionnelle dans la politique de rémunération du président du directoire, avant que l'assemblée générale n'approuve cet ajustement le 24 avril 2018 ; voy. Groupe PSA, document de référence 2018, spéc. p. 117.

§ 2. Le contenu de la politique de rémunération

820. Cadre général. Il revient ensuite au paragraphe 6 de l'article 9bis de préciser le contenu de la politique de rémunération soumise au vote des actionnaires. À l'examen, on constate que ce paragraphe s'efforce, en son premier alinéa, d'établir le *cadre général* de cette politique, avant d'en livrer un certain nombre de détails. S'agissant de ce cadre, la directive entend naturellement inscrire la politique de rémunération dans l'objectif d'ensemble poursuivi par le texte, et serait-on tenté d'ajouter, par l'approche contemporaine du droit des sociétés. Le texte affirme ainsi que cette politique doit contribuer « à la stratégie commerciale de la société, aux intérêts et à la pérennité à long terme de l'entreprise », et préciser « la manière dont elle contribue à ces objectifs ». Aussi est-il indispensable que les termes de la politique intègrent cette dimension dite de « long terme ». Bien que ce dernier vocable ne fasse pas l'objet d'une définition précise dans la directive, il paraît recouvrir au moins deux éléments, soit, d'une part, les résultats financiers de la société, et d'autre part, sa mise en perspective avec les enjeux extra-financiers de ses activités. Il en résulte que les diverses formes de rémunération variable allouées aux dirigeants devraient, au moins pour partie, (i) être assises sur une performance financière durable, non limitée à celle résultant d'un exercice unique, (ii) et être également corrélées au respect de critères non financiers.

821. Méthode générale. L'alinéa 1^{er} du paragraphe 6 évoque ensuite la *méthode générale* de détermination de la politique de rémunération. Aux termes du texte, celle-ci doit être « présentée de manière claire et compréhensible et décrire les différentes composantes de la rémunération fixe et variable, y compris tous les bonus et autres avantages, quelle que soit leur forme, qui peuvent être accordés aux dirigeants et en préciser l'importance respective ». Outre l'impératif de lisibilité d'ensemble mis en avant, le maître mot qui ressort de la disposition est celui d'*exhaustivité*. Il importe ainsi que tous les éléments composant, à quelque titre que ce soit, une forme de rémunération des dirigeants soient inclus dans la politique de rémunération ainsi établie, au-delà, donc, des éléments expressément visés par la directive et par les textes nationaux de transposition. Par ailleurs, chacun de ces éléments doit être décrit *indépendamment* des autres, et son importance comparée à celle des autres doit nécessairement ressortir de la politique préparée.

822. Absence de plafond de rémunération. En revanche, il convient de constater que la directive n'exige pas la mention systématique d'un montant *maximal* de rémunération totale pouvant être octroyée. Autrement dit, les sociétés ne sont nullement tenues d'intégrer un *plafond* de rémunération dans leur politique de rémunération, à l'inverse de ce que préconisait la proposition de directive (61). La directive n'interdit toutefois nullement aux États de fixer une telle exigence, ce qui est en particulier le cas de l'Allemagne depuis l'entrée en vigueur de la loi nationale de transposition de la directive. D'une part, le conseil de surveillance des sociétés cotées établies sur son sol est ainsi tenu de déterminer un plafond de rémunération pour les membres du directoire (*Maximalvergütung der Vorstandsmitglieder*) (62) ; d'autre part, l'assemblée générale annuelle des actionnaires a également le pouvoir de réduire ce plafond lors de son vote sur la politique de rémunération, pour peu qu'une demande ait été initiée en ce sens par des minoritaires détenant une participation minimale en capital (63).

823. Comparaison avec la rémunération des salariés. La proposition de directive s'était donnée pour ambition d'inciter les sociétés à mettre en œuvre une politique de rémunération des dirigeants en lien avec celle appliquée aux salariés, de manière à éviter les divergences trop criantes et conformément à son objectif de promotion des intérêts et de la pérennité à long terme de l'entreprise sous-jacente qui suppose une répartition équitable des rétributions allouées à ses différents acteurs. À cette fin, sous l'inspiration du *Dodd-Frank Act* américain, elle avait prévu que cette politique intègre « le ratio entre la rémunération moyenne des administrateurs et la rémunération moyenne des salariés à temps plein de l'entreprise autres que les administrateurs, ainsi que la raison pour laquelle ce ratio est considéré comme approprié » (64). Cette exigence dite de « ratios d'équité » a été supprimée dans le texte final, lequel – du moins au stade de la politique de rémunération – se borne à requérir une description de « la manière dont les conditions de rémunération et d'emploi des salariés de la société ont été prises en compte lors de l'établissement de la politique de rémunération ». Relativement creuse, la formule n'est pas totalement dénuée de portée, ainsi qu'en témoignent les pratiques constatées lors de la

(61) Voy. art. 9*bis*, § 3, al. 2, de la proposition : « La politique indique les montants maximaux de la rémunération totale pouvant être octroyés ».

(62) Voy. § 87a, 1, 1 AktG.

(63) Voy. § 87, 4, AktG.

(64) Voy. art. 9*bis*, § 3, al. 2, de la proposition.

récente crise sanitaire par lesquelles certaines sociétés ont acté une baisse significative de la rémunération de leurs dirigeants exécutifs durant tout le temps où elles recourraient parallèlement à des dispositifs de chômage partiel de leurs salariés (65). Même s'il s'agissait le plus souvent de renoncations purement individuelles et non nécessairement d'ajustements directs de la politique de rémunération elle-même, elles s'avéraient bien conformes à l'esprit du texte européen.

À l'examen, cette suppression des « ratios d'équité » du contenu de la politique de rémunération doit de surcroît être relativisée. De fait, loin d'avoir été annihilée, l'information afférente à une telle évolution comparée des rémunérations a été déplacée dans le *rapport sur la rémunération* soumis au vote *ex post* des actionnaires, fût-ce sous une formulation légèrement amendée (66), et avec une comparaison qui doit être établie pour *chaque mandataire social*, plutôt que *globalement*. Ce changement de perspective laisse cependant quelque peu perplexe. Si l'on croit comprendre que la divulgation d'éléments chiffrés de comparaison revêt davantage de sens lorsqu'il s'agit pour les actionnaires de se prononcer sur des rémunérations effectivement versées, il n'en demeure pas moins que la démarche de comparaison participe aussi d'une politique de rémunération managériale au sens large, à l'échelle de l'entreprise dans son ensemble, de sorte que son inclusion dans la politique de rémunération n'aurait certainement pas été superflue.

824. Composantes de la rémunération – Rémunération variable. La directive délaisse les éléments fixes de la rémunération, à propos desquels les exigences précédentes, qui impliquent leur énumération exhaustive et la description de leur importance relative, apparaissent suffisantes. Bien qu'elle prenne soin de préciser que les sociétés ne sont nullement tenues d'y recourir (67), elle se montre à l'inverse beaucoup plus précise concernant les éléments variables de cette rémunération (68), qu'elle perçoit comme l'élément cardinal de cette réglementation, et sur lequel le regard des actionnaires est devenu indispensable.

(65) Voy. ainsi, dans le cas de la France, le constat opéré par l'AMF ; *Rapport 2021 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, spéc. pp. 88 et s.

(66) Voy. art. 9ter, § 1, b), de la directive ; pour nos remarques sur ce point, voy. *infra*, n° 832.

(67) On peut ici penser que la précision vaudrait avant tout pour les dirigeants non exécutifs, du moins ceux d'entre eux qui ne remplissent pas d'autre fonction que leur seule participation à l'organe de gestion ou de surveillance de la société. Toutefois, même pour ces derniers, il est rare qu'une part variable ne soit pas octroyée, ne serait-ce qu'à raison de la présence effective aux séances de l'organe concerné.

(68) Voy. art. 9bis, § 6, al. 3, de la directive.

D'abord, outre la *clarté* des critères sur lesquels ils sont assis, la directive veille surtout à ce qu'ils soient *détaillés* et *variés* (69). La précision est d'importance, car elle laisse clairement entendre que ces critères ne sauraient être uniques. La question de la présence nécessaire de *critères de performance non financière* demeure discutée : la directive se borne en effet à les mentionner, en y incluant « le cas échéant » les « critères relatifs à la responsabilité sociale des entreprises », mais sans affirmer expressément la nécessité d'en fixer. On peut pourtant penser, sur la base de nos observations précédentes, que le cadre général imposé par l'alinéa 1^{er} du paragraphe 6 conduit inéluctablement à leur mise en place. Précisons encore qu'en règle générale, les critères ainsi formulés sont à la fois quantitatifs et qualitatifs.

Ensuite, la politique doit encore faire état des éventuelles « périodes de report » pouvant affecter certaines de ces rémunérations, ainsi que les modalités possibles d'actions en « *restitution* d'une rémunération variable » (70). Sur ces deux points, le texte se fait l'écho de pratiques découlant notamment de la crise financière, et consistant à subordonner la perception de *bonus* à l'écoulement d'un certain délai, ainsi qu'à l'absence d'événements qui seraient de nature à rendre leur conservation illégitime et justifier leur restitution, en vertu d'une clause dite de *clawback*. Mais il va de soi que de telles pratiques ne sont en tant que telles nullement imposées par le texte européen, d'autant que leur mise en œuvre, s'agissant au moins des clauses de *clawback*, n'est pas toujours aisée au regard des contraintes du droit national. Ces dernières semblent ainsi d'un usage encore relativement limité sur le marché (71).

Enfin, à l'instar de ce qui a déjà pu être relevé à propos de la rémunération totale (72), on notera l'absence d'exigence formulée par la directive quant à un *plafonnement* de cette rémunération variable, que ce soit en valeur absolue ou en pourcentage de la rémunération fixe. Il s'agit, sur ce point aussi, d'un recul par rapport à l'ambition de la proposition de directive, qui prévoyait pour sa part l'indication dans la politique de « la proportion relative correspondante des différentes composantes de la rémunération fixe et variable » (73). À nouveau, rien n'empêche les États membres de se montrer sur ce point plus exigeants

(69) *Ibid.*

(70) *Ibid.*

(71) Voy., en France, le constat opéré par l'AMF dans son rapport 2020 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, spéc. p. 54 : « 7 sociétés sur les 58 de l'échantillon déclarent, pour la politique de rémunération 2020, avoir mis en place une clause dite "de restitution" ou "de récupération", ces clauses permettant de demander la restitution de rémunérations versées aux dirigeants mandataires sociaux ».

(72) Voy. *supra*, n° 821.

(73) Voy. art. 9*bis*, § 3, al. 2, de la proposition.

que la directive. Dans le cas de la France, on relèvera ainsi que le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF – mais non une disposition légale impérative – prévoit que « le maximum de la rémunération variable annuelle doit être déterminé sous forme d'un pourcentage de la rémunération fixe et être d'un ordre de grandeur proportionné à cette partie fixe » (74), de telle sorte que les sociétés cotées françaises présentent systématiquement une forme de plafonnement de la rémunération variable des dirigeants exécutifs.

825. Composantes de la rémunération – Rémunération en actions. Il est fréquent, pour ne pas dire systématique, que les dirigeants de sociétés cotées perçoivent une part de leur rémunération en actions de la société dirigée, de façon à résoudre les conflits d'agence en son sein et à ne pas avoir à puiser dans la trésorerie disponible pour accroître la rémunération allouée aux dirigeants. Une double exigence est formulée à ce propos par la directive (75).

D'une part, la politique de rémunération devra préciser les *périodes d'acquisition et de conservation* des titres auxquelles seront tenus les dirigeants concernés, ce qui correspond en pratique à des exigences formulées de manière courante en cas de distribution d'actions gratuites, indépendamment de la qualité de leur bénéficiaire, afin de tempérer l'avantage accordé par la société (76). D'autre part, conformément à ce qui est exigé de façon globale pour les rémunérations variables, un *lien* doit être établi et surtout explicité avec les objectifs généraux précédemment énoncés, à savoir *la stratégie commerciale de la société, et les intérêts et la pérennité à long terme de l'entreprise*. Or, en pratique, un tel lien n'est pas toujours aisé à identifier en toute rigueur, et il semble que les sociétés s'y conforment sur la base d'un mélange de critères couplant les performances financières et extra-financières de l'entité.

826. Contrats afférents à la rémunération. La directive consacre ensuite un alinéa aux « contrats et accords » en lien avec la rémunération (77), spécialement leur « durée », « les périodes de préavis applicables » et leurs « conditions de résiliation » sans qu'on ne perçoive immédiatement à la lecture de la disposition le champ couvert par cette dernière, au vu du caractère par essence précaire des fonctions de mandataire social.

(74) Voy. art. 25, 3, 2, al. 9, code AFEP-MEDEF, dans sa version révisée de janvier 2020.

(75) Voy. art. 9bis, § 6, al. 4.

(76) Ainsi, en France, la durée cumulée de la période d'acquisition et de conservation est d'au moins 2 ans ; voy. art. L. 225-197-1 C. com.

(77) Voy. art. 9bis, § 6, al. 5.

Tout juste le texte évoque-t-il expressément « les caractéristiques principales des régimes de *retraite complémentaire ou de retraite anticipée* », ce qui correspond là encore à des pratiques de marché relativement courantes. Le législateur européen y perçoit donc une forme de rémunération des fonctions de dirigeant, serait-elle à effet différé, laquelle doit être incluse dans la politique soumise au vote des actionnaires. Cette position n'était pas nécessairement partagée par les systèmes juridiques de tous les États membres, en particulier le droit français, traditionnellement réticent à admettre quelque dimension contractuelle à la rémunération des dirigeants sociaux. Au résultat d'une jurisprudence particulièrement nébuleuse, ce dernier semblait y voir le produit d'une convention particulière passée entre le dirigeant bénéficiaire et la société, soumise à ce titre à la procédure spécifique de contrôle des conventions réglementées – ce que les textes avaient finalement confirmé aux anciens articles L. 225-42-1 et 225-90-1 du code de commerce dans le cas spécifique des sociétés cotées – et non un élément de la rémunération du dirigeant intéressé. Aujourd'hui, et dans le sillage de la directive, il n'est plus douteux que ces compléments de retraite doivent être perçus comme des composantes à part entière de la politique de rémunération des dirigeants, soumises à ce titre au dispositif du *say on pay* issu de la directive (78).

Au-delà de cette hypothèse particulière, il faut donc comprendre que chaque hypothèse de convention spécifique ayant pour objet d'assurer le versement d'une forme de rémunération au dirigeant à raison de ses fonctions doit être couverte par la politique de rémunération. Sans prétendre à l'exhaustivité, on peut en particulier mentionner tous les accords sources d'une indemnité au profit du dirigeant et au titre de la *cessation de ses fonctions*, qu'il s'agisse d'une somme indemnisant la *perte en elle-même* desdites fonctions ou d'une indemnité de

(78) Voy. art. R. 22-10-14, II, 6, °C. com. La question d'une application cumulative de la procédure dite des conventions réglementées n'est en revanche pas pleinement tranchée à ce jour : bien que la directive, dans ses dispositions afférentes aux « transactions avec des parties liées », ait expressément permis aux États membres de soustraire ces conventions à l'application de la procédure spécifique de contrôle liée à ces dernières transactions (voy. art. 9^{quater}, § 6, c), le silence gardé par les textes français sur ce point laisse la place ouverte à toutes les interprétations. Certains auteurs considèrent que l'abrogation du texte qui prévoyait la soumission de telles prestations à cette procédure dans les sociétés cotées (voy. ord. n° 2019-1234 du 27 novembre 2019 ayant supprimé les anciens articles L. 225-42-1 et 225-90-1 du code de commerce) témoigne de la volonté du législateur d'exclure pour l'avenir sa mise en œuvre en sus du dispositif du *say on pay* (voy. en ce sens notamment CJ ANSA, 8 janvier 2020, Com. n° 20-004) ; d'autres retiennent, à l'inverse, que l'absence d'exclusion expresse de la procédure de contrôle des conventions réglementées implique sa mise en œuvre cumulative. La première opinion nous semble néanmoins la plus cohérente, sans quoi l'abrogation susmentionnée serait dépourvue de toute portée.

non-concurrence. Il faut probablement y ajouter les *salaires* perçus au titre d'un *contrat de travail* conclu avec la société, même si le doute demeure permis à ce propos, la rémunération versée étant alors par hypothèse afférente à l'emploi couvert par le contrat et non à proprement parler accordée à raison des fonctions de dirigeant. Il reste que l'objectif général d'exhaustivité des informations plaide en faveur d'une inclusion des sommes concernées dans la politique de rémunération.

827. Processus de décision. La directive entend également faire en sorte que soit exposé le *processus décisionnel* organisé au sein de la société pour mettre en place la politique de rémunération, ce qui vaut aussi bien pour sa *détermination* que pour sa *révision* et sa *mise en œuvre* (79). La directive vise ici en particulier l'appréhension des *conflits d'intérêts* et le rôle à conférer au *comité des rémunérations*, ce qui ne traduit pas d'innovation notable par rapport aux pratiques antérieures, largement cadrées par les différents codes de gouvernement d'entreprise. L'éviction des dirigeants exécutifs intéressés lors de la délibération comme du vote de l'organe de gestion ou de surveillance est ainsi généralement prévue, quoique la directive elle-même ne l'impose pas directement.

S'agissant de la révision de la politique, une incertitude mérite d'être signalée. La directive indique en effet que « toute révision de la politique comprend la description et l'explication de toutes les modifications significatives et indique la manière dont elle prend en compte les votes et les avis des actionnaires sur la politique, et les rapports depuis le vote le plus récent sur la politique de rémunération par l'assemblée générale des actionnaires ». À la lettre du texte, on comprend donc que les modifications les plus importantes de la politique doivent être mises en exergue en aval, dans sa dernière version, de façon à ce que le marché puisse apprécier (i) son évolution au fil du temps et (ii) la qualité du dialogue actionnarial au sein de la société. Mais en va-t-il de même en amont, au stade de l'approbation de la révision par les actionnaires lors du vote *ex ante* ? Le texte ne le précise pas expressément, alors même que la démarche apparaît particulièrement opportune pour assurer un vote éclairé des actionnaires. En tout état de cause, il semble nécessaire que la société s'enquière d'une manière ou d'une autre des observations des actionnaires, spécialement de ceux qui ont exprimé un vote négatif lors de la dernière assemblée.

(79) Voy. art. 9bis, § 6, al. 6.

§ 3. Publicité de la politique de rémunération et du vote

828. Une publicité rapide, accessible, et durable. La directive s'attache enfin à assurer une *publicité* de la politique de rémunération adoptée aussi rapide qu'accessible (80). Aussi celle-ci doit-elle être assurée « sans retard » et « gratuitement » une fois intervenu le vote des actionnaires, et ce par le biais du *site internet de la société*, canal de diffusion privilégié par la directive. Cette publicité doit en outre être *durable*, en ce qu'elle doit être maintenue « au moins pendant la période où elle s'applique ». Au-delà, la publicité ne couvre pas seulement les termes de la politique ainsi approuvée, mais également la *date* et surtout le *résultat* du vote, ce qui laisse à penser qu'il convient sur ce dernier point d'indiquer les pourcentages respectifs de vote favorable et défavorable. De fait, dans l'esprit de la directive, l'importance de votes négatifs, nonobstant l'approbation de la politique, est de nature à justifier des échanges approfondis avec les actionnaires réticents pour appréhender les points de blocage et faire en sorte de les corriger lors du vote suivant.

Sous-section 2. – Article 9^{ter} – Informations à fournir dans le rapport sur la rémunération et droit de voter sur le rapport sur la rémunération

829. Présentation. À l'instar de la disposition qui le précède, l'intitulé de l'article 9^{ter} cible les deux points saillants développés par le texte, lequel vise pour l'essentiel à conférer aux actionnaires la possibilité de vérifier que les termes de la politique de rémunération qu'ils ont par hypothèse approuvée ont été par la suite convenablement mis en œuvre, au regard des rémunérations effectivement octroyées aux différents dirigeants de la société concernée. Pour ce faire, un rapport aussi minutieux que possible sur « la » (*sic*) (81) rémunération doit donc être préparé par l'organe de gestion ou de surveillance, avant d'être soumis au vote des actionnaires. Si le texte est divisé en six paragraphes, le dernier d'entre eux peut être immédiatement évoqué en ce qu'il annonce l'adoption par la Commission de *lignes directrices* pour « préciser la présentation standardisée des informations prévues » dans le cadre

(80) Voy. art. 9^{bis}, § 6, al. 7.

(81) L'emploi du singulier dans la version française du texte demeure pour le moins étrange, et même trompeur, compte tenu de ce que le rapport est fondamentalement dédié aux diverses rémunérations individuelles allouées dirigeant par dirigeant.

du rapport faisant l'objet du présent article... sans avoir été à ce jour suivi d'effets, seul un projet de lignes directrices en date du 1^{er} mars 2019 ayant été pour l'heure publié par la Commission (82). Quoique ce projet demeure utile pour bénéficier d'un aperçu plus précis de la teneur attendue du rapport, on regrettera vivement qu'il n'ait pas donné lieu à la version définitive annoncée par la directive. Pour le reste, l'article évoque tour à tour, en ses paragraphes 1 à 3, le contenu du rapport sur la rémunération (§ 1), et en ses paragraphes 4 à 5, le vote des actionnaires dédié à ce rapport et ses conséquences (§ 2).

§ 1. Le contenu du rapport sur la rémunération

830. Méthode générale. Sans surprise, et reprenant à l'identique les termes des prescriptions délivrées à propos de la politique de rémunération, le paragraphe 1 de l'article 9ter exige, dans son alinéa introductif, un rapport « clair et compréhensible ». Plus encore, déjà fortement suggérée concernant cette même politique, l'*exhaustivité* du rapport prend ici un tour absolument incontournable. Au-delà même des termes employés par le texte, qui vise la fourniture aux actionnaires d'une « vue d'ensemble complète de la rémunération, y compris tous les avantages, quelle que soit leur forme, octroyés ou dus au cours de l'exercice le plus récent » à chaque dirigeant, sa *ratio legis* impose à l'évidence l'absence de toute omission à ce propos, puisqu'il s'agit fondamentalement pour les actionnaires de comparer le cadre de rémunération préalablement arrêté et sa concrétisation effective.

À l'examen, deux points de l'alinéa méritent d'être plus particulièrement mis en exergue. En premier lieu, quant à l'*objet* du rapport, et au-delà du fait que le texte vise bien les rémunérations sous toutes leurs formes, il recouvre plus précisément les avantages « octroyés ou dus au cours de l'exercice le plus récent ». Il importe donc de recenser exhaustivement non seulement les rémunérations que chaque dirigeant a effectivement perçues lors du dernier exercice, mais aussi celles qu'il est en droit de percevoir au titre dudit exercice, sans qu'un versement ne soit encore effectif. Par conséquent, s'agissant d'un bonus annuel dont l'acquisition définitive intervient lors du dernier exercice, à raison

(82) Voy. communication from the Commission, « Guidelines on the standardised presentation of the remuneration report under Directive 2007/36/EC, as amended by Directive (EU) 2017/828 as regards the encouragement of long-term shareholder engagement », DG JUST/A.3, 1^{er} mars 2019.

de l'accomplissement des conditions auxquelles il était subordonné, peu importe qu'il n'ait pas encore été versé par la société au terme dudit exercice : il devrait théoriquement bien intégrer le présent rapport pour la rémunération effectivement allouée au dirigeant concerné. En revanche, si l'acquisition de ce bonus est partiellement ou totalement différée, seule la partie définitivement acquise devrait figurer dans le rapport de l'exercice.

En second lieu, quant aux *dirigeants* visés par le rapport, outre ceux – naturellement – en fonction durant tout l'exercice couvert par le rapport, le texte ajoute expressément « les dirigeants nouvellement recrutés et les anciens dirigeants ». L'essentiel est qu'ils se soient vu octroyer quelque rémunération que ce soit lors de l'exercice considéré à raison de leurs fonctions de dirigeant, de façon à ce que les actionnaires puissent avoir une vue complète des sommes mobilisées par la société pour rémunérer les dirigeants, conformément à l'objectif assigné par le texte. Surtout, celui-ci précise – bien plus clairement que ne le faisait la proposition de directive (83) – que les informations développées dans ce rapport portent bien sur la rémunération dans son ensemble allouée « à chaque administrateur ». L'objectif du rapport est donc bien de décliner l'appréciation de la mise en œuvre de la politique de rémunération *dirigeant par dirigeant*.

831. Contenu du rapport – Rémunération totale. S'agissant ensuite du contenu détaillé du rapport, le texte évoque tout d'abord des informations afférentes à la *rémunération totale* perçue par le dirigeant (84). Toutefois, sur ce point, la directive est loin de se borner à exiger la communication d'un simple montant brut. Elle évoque ainsi la nécessité d'une ventilation « par composante », d'une information sur les *proportions respectives* de la *rémunération fixe* et de la *rémunération variable*, et d'une explication portant sur la conformité de la rémunération totale à la politique de rémunération, en particulier quant à « la manière dont elle contribue aux performances à long terme de la société ».

(83) En lui-même, l'article 9ter tel que formulé par la proposition de directive ne visait en effet que « les administrateurs » au pluriel, sans jamais évoquer directement les rémunérations individuelles de chacun d'eux. Il fallait se reporter à la présentation de l'analyse d'impact et à l'explication détaillée de la proposition pour prendre connaissance de ce que « les articles 9bis et 9ter exigeront des sociétés cotées qu'elles publient des informations détaillées et présentées de manière conviviale sur la politique de rémunération et la *rémunération individuelle des administrateurs* ».

(84) Voy. art. 9ter, § 1, a).

Autrement dit, outre la divulgation de leur importance respective qui s'opère par indication de pourcentages, il est fondamental de *décomposer* les éléments de la rémunération de chaque dirigeant, en présentant de manière séparée ses rémunérations fixe et variable, à propos desquelles le projet de lignes directrices publié par la Commission (85) donne quelques précisions utiles. Concernant la rémunération *fixe*, celle-ci distingue ainsi notamment le *salaire de base* et les divers *avantages sociaux* (« fringe benefits ») dont la diversité est potentiellement riche (86). Concernant la rémunération *variable*, elle invite essentiellement à distinguer les composantes (i) *annuelles* (« one-year variable »), qui suppose l'accomplissement sur l'exercice écoulé des critères de performance les conditionnant, et (ii) *pluriannuelles* (« multi-year variable »), pour lesquelles ces critères ont un horizon temporel excédant cet exercice, si bien que son acquisition s'en trouve étalée dans le temps. Il importe ici de préciser que les rémunérations variables présentées dans ce cadre incluront naturellement les rémunérations *en titres de capital* chaque fois que ceux-ci – qu'il s'agisse d'actions ou d'options – auront été définitivement acquis durant l'exercice considéré, en sachant qu'une partie distincte du rapport sera dédiée à toute forme de rémunération en titres de capital allouée au dirigeant concerné, indépendamment, cette fois, de leur acquisition définitive lors de l'exercice (87).

Palliant le mutisme – difficilement compréhensible – de la directive, et s'inscrivant sur ce point dans le sillage de certains États membres (88), ce même projet de lignes directrices recommande encore d'isoler les rémunérations dites *exceptionnelles* (« extraordinary items »), autrement dit celles qui ne sont pas *récurrentes*, initiative qui nous paraît louable tant il est manifeste qu'elles ne sauraient être rattachées aux deux catégories précédemment énumérées. Or, c'est précisément dans cette catégorie que le projet vient ranger des rémunérations aussi importantes en pratique que les primes d'arrivée, les indemnités de non-concurrence et surtout les si controversées indemnités de départ (89). Tout aussi curieusement, la

(85) Voy. *supra*, n° 829.

(86) Le projet de lignes directrices évoque notamment la résidence, le véhicule de fonction ou encore l'assurance-santé ; voy. p. 8.

(87) Sur cette partie spécifique du rapport, voy. *infra*, n° 834.

(88) Voy. ainsi, dans le cas de la France, art. L. 22-10-9, I, 1°, C. com., qui, à propos de l'information sur la rémunération totale, invite expressément à distinguer « les éléments fixes, variables et exceptionnels ».

(89) Voy. communication from the Commission, « Guidelines on the standardised presentation of the remuneration report under Directive 2007/36/EC, as amended by Directive (EU) 2017/828 as regards the encouragement of long-term shareholder engagement », DG JUST/A.3, 1^{er} mars 2019, p. 8.

directive ne mentionne pas davantage les engagements de *retraite* que la société souscrit en faveur des dirigeants, silence encore comblé à juste titre par le projet de lignes directrices tant les sommes en jeu peuvent être substantielles, d'où, à nouveau, le choix opéré par bon nombre d'États membres de préconiser également cette mention (90).

Enfin, il convient de relever que la directive impose expressément – et opportunément – d'inclure dans cette rémunération totale celle qui serait « versée par une entreprise appartenant au même groupe » (91), la définition du groupe étant celle retenue par la directive comptable 2013/34/UE, recouvrant donc « l'entreprise mère et l'ensemble de ses entreprises filiales » (92). La précision est bienvenue, faute de quoi il eût été aisé de contourner les exigences du rapport – et du vote subséquent des actionnaires – en faisant supporter l'essentiel de la rémunération par une autre entité du groupe (93).

832. Contenu du rapport – Ratios d'équité. Il a été précédemment souligné qu'au cours du processus d'adoption de la directive, l'établissement d'une comparaison entre l'évolution de la rémunération des dirigeants et des salariés avait été pour l'essentiel expurgé de la politique de rémunération, et déplacé au sein du rapport sur la rémunération (94). Au résultat, l'article 9^{ter}, paragraphe 1, b), de la directive exige mention de « l'évolution annuelle de la rémunération, des performances de la société et de la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les dirigeants au cours des cinq exercices les plus récents au moins, présentés ensemble et d'une manière qui permette la comparaison ». Particulièrement alambiquée, la formule employée invite donc les sociétés à mettre en perspective l'évolution de la rémunération du dirigeant par rapport à celle des *performances de la société* et celle de la

(90) Voy. ainsi, dans le cas de la France, art. L. 22-10-9, I, 4°, C. com., qui vise « les engagements de retraite et autres avantages viagers, en mentionnant, dans des conditions et selon des modalités fixées par décret, les modalités précises de détermination de ces engagements et l'estimation du montant des sommes susceptibles d'être versées à ce titre ». Voy. égal., pour la Belgique, art. 3:6, § 3, 1°, a), CSA, qui inclut expressément dans le rapport les rémunérations afférentes à la « pension » : les montants versés pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion ou les coûts relatifs aux services fournis au cours de l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, en fonction du type de plan de pension, avec une explication des plans de pension applicables.

(91) Voy. art. 9^{ter}, § 1, c).

(92) Voy. art. 2, § 11, de la directive 2013/34/UE.

(93) Demeure ouverte la question, déjà évoquée à propos de la politique de rémunération (voy. *supra*, n° 826), du traitement de rémunérations versées en contrepartie d'un contrat de travail, lorsque celui-ci est conclu avec une autre entité du groupe, soit une hypothèse loin d'être rare en pratique. La prudence nous semble commander d'inclure cette rémunération dans le rapport soumis au vote *ex post* des actionnaires.

(94) Voy. *supra*, n° 823.

rémunération moyenne des salariés – *a priori* sous forme de *ratios* – de façon à faire apparaître en toute transparence les discordances les plus criantes.

S'inscrivant dans l'air du temps, soucieux d'une vision élargie de l'intérêt social à tous les acteurs de l'entreprise, cette exigence a été très diversement transposée par les États membres, certains se livrant à une course au « mieux-disant ». C'est ainsi que le droit français a ostensiblement ajouté à la directive, s'agissant tout du moins de la rémunération des *dirigeants exécutifs*, en prévoyant expressément la divulgation de ratios de comparaison, mais surtout en indiquant que le ratio devait aussi être calculé en tenant compte, à l'instar du droit américain, de l'évolution de la rémunération *médiane* (95) – et pas seulement *moyenne* – des salariés (96). Le droit belge, pour sa part, exige que le rapport fournisse également « le ratio entre la rémunération la plus haute parmi les membres du management [...] et la rémunération la plus basse, exprimée sur une base équivalent temps plein, parmi les salariés » (97), soit une comparaison indéniablement appelée à frapper les esprits.

Indépendamment de ces « surtranspositions » parfaitement assumées, le *modus operandi* proposé par la directive demeure très imparfait. D'une part, les critères de rémunération variable des dirigeants sont amenés eux-mêmes à évoluer, ce qui est de nature à fausser les comparaisons dans le temps. D'autre part, s'agissant des salariés, la directive semble prendre pour seule base de référence la société dans laquelle le dirigeant exerce ses fonctions, alors même qu'une appréciation de l'évolution à l'échelle du groupe serait probablement plus pertinente, spécialement si la société en cause est une *holding* faiblement dotée en salariés. Ce problème est dès lors diversement traité par les États membres. Ainsi, en France, le code AFEP-MEDEF, dans sa dernière version, a pris soin d'inviter les sociétés dans cette situation à retenir « un périmètre plus représentatif par rapport à la masse salariale ou les effectifs en France des sociétés dont elles ont le contrôle exclusif » (98). De même, en Allemagne, le législateur a expressément habilité la société à choisir et expliciter le périmètre de référence sur ce point (99).

(95) Soit celle qui divise les salariés de l'entreprise en deux parts égales, de sorte que la moitié des salariés gagne moins et l'autre moitié gagne plus que la médiane ; sur cette innovation, voy. C. COUPET, « Loi PACTE : l'encadrement de la rémunération des dirigeants – Entre libéralisation et renforcement », *JCP E*, 2019, p. 1319, spéc. n° 10.

(96) Voy. art. L. 22-10-9, I, 6°, C. com.

(97) Voy. art. 3:6, § 3, 5°, a), CSA.

(98) Voy. art. 26, § 2, code AFEP-MEDEF, janvier 2020, spéc. p. 30.

(99) Voy. § 112, 1, AktG.

833. Rémunération en titres de capital. La directive dédie également un alinéa à une forme de rémunération dont la pratique est systématique, à savoir *l'allocation d'actions ou de titres de capital différé* (100), dont l'absence de toute mention dans le rapport sur la rémunération aurait été aussi criante que fâcheuse. Sur ce point, la directive exige que soient indiqués le nombre de titres concernés, leurs conditions d'exercice – spécialement quant à leur prix et date d'exercice – et les modifications éventuelles de ces conditions. Le projet de lignes directrices de la Commission se montre ici nettement plus disert, en énumérant plus d'une dizaine d'informations à répertorier dans deux tableaux distinguant actions et options (101). On rappellera simplement que, s'agissant de cette partie du rapport, l'exhaustivité est de mise, et qu'il ne s'agit pas ici de viser uniquement les titres définitivement acquis durant l'exercice – lesquels sont intégrés à la rémunération variable allouée au titre de l'exercice (102) – mais plus généralement tous ceux qui auront été proposés, accordés, échus ou encore acquis.

834. Restitution de rémunérations variables. Visant déjà le point comme un élément ressortissant à la politique de rémunération (103), la directive requiert que l'éventuelle « utilisation de la possibilité de demander la *restitution* d'une rémunération variable » – soit l'usage de clauses de *malus* ou de *clawback* – fasse également partie des éléments structurants du rapport sur la rémunération. Sans doute faut-il y voir l'écho d'une pratique nouvelle, ou à tout le moins amenée à se développer, au vu du faible nombre d'hypothèses jusqu'à présent recensées. En tout état de cause, c'est bien l'usage effectif de la clause concernant un dirigeant donné qui est ici visé, ce qui suppose que la rémunération variable ait été versée de manière infondée. Le projet de lignes directrices de la Commission suggère de désigner l'identité du dirigeant concerné, de même que le montant frappé par la demande de restitution et l'exercice au titre duquel elle avait été allouée (104).

(100) Voy. art. 9ter, § 1, d), qui emploie plutôt le vocable délibéré ouvert d'« options sur actions », ce qui recouvre en droit français, entre autres, *stock-options*, BSPCE et toute forme de valeurs mobilières donnant accès au capital.

(101) Voy. communication from the Commission, « Guidelines on the standardised presentation of the remuneration report under Directive 2007/36/EC, as amended by Directive (EU) 2017/828 as regards the encouragement of long-term shareholder engagement », DG JUST/A.3, 1^{er} mars 2019, pp. 9-12.

(102) Voy. *supra*, n° 831.

(103) Voy. *supra*, n° 824.

(104) Communication from the Commission, « Guidelines on the standardised presentation of the remuneration report under Directive 2007/36/EC, as amended by Directive (EU) 2017/828 as regards the encouragement of long-term shareholder engagement », DG JUST/A.3, 1^{er} mars 2019, § 5.4, p. 12.

835. Écarts par rapport à la politique de rémunération.

Conformément à la logique d'ensemble du dispositif, la directive envisage ensuite deux écarts possibles par rapport à la politique de rémunération préparée puis approuvée par les actionnaires (105). Ces écarts doivent naturellement être explicités au sein du rapport sur la rémunération de façon à ce que les actionnaires puissent ensuite apprécier leur légitimité par rapport au dispositif qu'ils avaient initialement validé.

Le premier procède tout simplement d'un écart « par rapport à la procédure de mise en œuvre de la politique de rémunération », ce qui signifie, concrètement, que la politique votée n'a pas été appliquée en parfaite conformité avec l'ensemble des termes avalisés par les actionnaires lors de leur vote *ex ante*. L'hypothèse privilégiée est naturellement celle d'une *possibilité d'ajustement* ultérieur prévue par la politique et validée *ab initio* par les actionnaires (106) à l'occasion de leur premier vote. Mais l'on peut être d'avis que lorsque cette dérogation est intervenue sans autorisation particulière tirée de la politique de rémunération ou des textes, il serait encore nécessaire d'en faire état dans le rapport (107), indépendamment des conséquences qui peuvent affecter la rémunération concernée (108).

Le second découle de l'hypothèse – bien improbable – de la *dérogation pour circonstances exceptionnelles* ouverte par l'article 9bis, paragraphe 4, de la directive, circonstances desquelles pourrait se justifier la société pour se soustraire à la politique de rémunération approuvée. À nouveau, quand bien même cette dérogation serait bien conforme au texte européen, il sera à tout le moins nécessaire pour la direction de s'en expliquer de manière détaillée dans le rapport soumis aux actionnaires.

836. Protection des données personnelles.

Nul n'ignore que la *protection des données personnelles* est devenue une préoccupation majeure du droit contemporain. Il n'est donc pas étonnant que la présente directive en tienne scrupuleusement compte (109), à propos d'informations qui peuvent constituer de telles données sensibles dès lors que le rapport sur la rémunération passe en revue la situation de chaque dirigeant considéré isolément et nommément dans le détail.

(105) Voy. art. 9ter, § 1, f).

(106) Voy. *supra* n° 818, avec les difficultés qui peuvent en résulter.

(107) Voy. en ce sens H. BIRKMOSE et K. SERGAKIS, *The Shareholder Rights Directive II. A commentary*, Cheltenham, Edward Elgar, 2021, spéc. § 11.60, p. 280.

(108) Voy. *infra*, n° 838 sur les conséquences attachées au vote *ex post*.

(109) Voy. art. 9ter, §§ 2 et 3.

Il n'est tout d'abord pas douteux que, au vu de telles informations attachées à l'identité propre des différents dirigeants, leurs rémunérations individuelles divulguées dans le rapport sur la rémunération constituent des données personnelles au sens du règlement (UE) 2016/679 du 27 avril 2016, dit RGPD (110). Aussi est-il indispensable que cette diffusion soit limitée à ce qui est strictement nécessaire et proportionné pour assurer l'objectif afférent au dispositif de *say on pay*. C'est la raison pour laquelle la directive interdit qu'il soit fait état, au sein du rapport en cause, de « catégories particulières de données à caractère personnel des dirigeants à titre individuel au sens de l'article 9, paragraphe 1, du règlement (UE) 2016/679 [...] ou des données à caractère personnel qui se rapportent à la situation familiale des dirigeants à titre individuel ». Ne peuvent ainsi être divulguées des informations de nature à révéler « l'origine raciale ou ethnique, les opinions politiques, les convictions religieuses ou philosophiques ou l'appartenance syndicale, ainsi que le traitement des données génétiques, des données biométriques aux fins d'identifier une personne physique de manière unique, des données concernant la santé ou des données concernant la vie sexuelle ou l'orientation sexuelle d'une personne physique ». En conséquence, ainsi que l'évoque la directive dans ses considérants, si des indemnités pour enfant à charge consenties par la société doivent être prises en compte en tant qu'éléments de la rémunération, le rapport ne doit divulguer « que le montant de la rémunération et non le motif pour lequel il a été octroyé » (111). Par ailleurs, lorsque le dirigeant exerce ses fonctions en tant que représentant des salariés au sein de l'organe de gestion, et à raison d'une appartenance syndicale, cette dernière information devra également être tue dans le rapport (112).

En outre, puisque ces rémunérations, en tant que données personnelles, vont faire l'objet d'un traitement rendu nécessaire par des dispositions ressortissant au droit de l'Union européenne et prises dans l'objectif d'intérêt général de transparence du marché et de responsabilité accrue des dirigeants sociaux (113), il était nécessaire de prévoir

(110) Voy. art. 4, § 1, du règlement (UE) 2016/679 du 27 avril 2016 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données.

(111) Voy. consid. 36 de la directive.

(112) Voy. en ce sens H. BIRKMOSE et K. SERGAKIS, *The Shareholder Rights Directive II. A commentary*, op. cit., spéc. § 11.68, p. 282.

(113) Voy. art. 9ter, § 3 : « Les sociétés traitent les données à caractère personnel des dirigeants contenues dans le rapport sur la rémunération en vertu du présent article aux fins du renforcement de la transparence de la société en ce qui concerne la rémunération des dirigeants,

une limitation dans le temps de la publicité du rapport (114). Cette durée est ainsi limitée à *dix ans* à compter de la publication du rapport. Un traitement de ces données pour d'autres finalités que celles qui viennent d'être évoquées peut enfin être prévu par la loi nationale d'un État membre (115), notamment en matière fiscale ou sociale.

§ 2. Le vote des actionnaires sur le rapport sur la rémunération

837. Fréquence du vote. Il s'agit là d'un point majeur de distinction avec le vote *ex ante* sur la politique de rémunération. Alors que, pour rappel, ce dernier est censé intervenir au moins tous les quatre ans et lors de chaque modification importante de la politique, le vote *ex post* sur le rapport sur la rémunération intervient impérativement lors de *l'assemblée générale annuelle* de la société, ce qui signifie qu'il doit être organisé *chaque année*. C'est la raison pour laquelle certains États, tels la France, ont fait de ce rapport un élément à part entière du rapport d'ensemble sur *le gouvernement d'entreprise*, dont la présentation est également annuelle (116). Par conséquent, le contrôle des actionnaires sur la mise en œuvre de la politique rémunération intervient à une fréquence importante.

838. Portée du vote. C'est là une autre divergence majeure que l'on constate par rapport au vote *ex ante*. Celui-ci était en effet par principe perçu comme *contraignant*, même si la directive autorise en réalité les États à limiter sa portée à celle d'un vote consultatif. Or, s'agissant du vote *ex post*, la directive a finalement retenu ce principe d'un vote *consultatif* (117), probablement pour mettre en exergue son souhait d'un dialogue apaisé entre dirigeants et actionnaires et maintenir l'esprit de *soft law* dans un instrument législatif pourtant impératif. Il n'en demeure pas moins que la société doit impérativement tenir compte du vote ainsi exprimé, fût-il dépourvu de valeur impérative, dans la mesure où la directive exige qu'elle « explique, dans le rapport sur la rémunération suivant, la manière dont le vote de l'assemblée générale a été pris en compte », au risque de s'exposer à une sanction du marché.

en vue de renforcer la responsabilité des dirigeants et le droit de regard des actionnaires sur la rémunération des dirigeants ».

(114) Voy. sur ce point art. 6, § 3, RGPD.

(115) Voy. art. 9ter, § 3.

(116) Voy. art. L. 22-10-9, I, C. com.

(117) Voy. art. 9ter, § 4.

Si cette logique de vote consultatif a été suivie par la plupart des États membres (118), certains États ont été désireux d'aller au-delà des préconisations de la directive, pour imposer un vote *contraignant* des actionnaires sur ce rapport. Tel fut en particulier le cas de la France, qui a maintenu sa position inchangée sur la question, alors que sa législation antérieure à la publication de la directive avait déjà pris le parti d'un vote contraignant (119). La transposition de la directive n'a pas conduit à une révision de cette position, que l'on trouve aujourd'hui formulée à l'article L. 22-10-34 du code de commerce. Celui-ci édicte une conséquence radicale, qui tient à *l'impossibilité de procéder à tout versement des éléments de rémunération variables et exceptionnels*, s'agissant tout du moins de ses *dirigeants exécutifs*. Le résultat produit s'avère néanmoins quelque peu déconcertant, dès lors qu'il laisse place à une situation dans laquelle un même organe social aura d'abord approuvé les principes de rémunération allouée à l'un de ses dirigeants au stade du vote *ex ante*, avant de revenir sur cette position au stade du vote *ex post*, au vu du montant effectivement versé audit dirigeant, et ce par une décision souveraine ne donnant lieu à aucune justification particulière. La portée du vote *ex post* s'avère par conséquent redoutable, et ce d'autant plus que les pouvoirs publics semblent retenir l'interprétation la plus extensive du texte (120).

839. Exception au vote. Dans le souci de préserver une certaine souplesse en faveur des *PME cotées*, la directive a cependant permis aux États de « prévoir, en lieu et place du vote, que le rapport sur la rémunération des exercices les plus récents » soit « soumis à la discussion lors de l'assemblée générale annuelle en tant que point séparé de l'ordre du jour » (121). En pareil cas, la société devra pareillement expliquer « dans le rapport sur la rémunération suivant, la manière dont il a été tenu compte de la discussion à l'assemblée générale », selon la même formule que celle employée dans la situation ordinaire d'un vote. On avouera une certaine circonspection quant à l'intérêt d'une telle dérogation, qui ne paraît guère avoir été retenue par les États membres.

(118) Voy. ainsi le cas de l'Allemagne, qui a choisi de s'en tenir à la formule employée par la directive, de sorte qu'aucune action judiciaire ne peut être formée consécutivement au vote *ex post* ; voy. § 162, 1, AktG. Voy. égal. le cas de la Belgique qui a opéré le même choix d'une transposition fidèle ; voy. art. 7:1493 CSA.

(119) Voy. sur ce point la situation issue de la loi dite *Sapin 2* du 9 décembre 2016 ; pour un aperçu complet, voy. H. LE NABASQUE, « Le champ d'application du nouveau say on pay (loi Sapin 2 du 9 décembre 2016 et décret du 16 mars 2017) », *BJS*, avril 2017, n° 116g4, p. 263.

(120) Voy. ainsi Rép. Min. n° 33109, *JOAN*, 9 mars 2021, p. 2052, qui considère, dans le sillage de l'AMF (voy. rapport 2020 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, p. 72), que cette solution vaut pour toute forme de rémunération variable ou exceptionnelle, ce qui inclut notamment les rémunérations en actions de même que les indemnités de départ ou de non-concurrence.

(121) Voy. art. 9ter, § 4.

840. Suites du vote. La directive livre enfin deux ultimes précisions sur ce rapport une fois que le vote *ex post* est intervenu, l'une tenant à la *publicité* du rapport, l'autre au rôle assigné aux *dirigeants* (122). S'agissant de la *publicité*, et sans surprise, le texte exige que le rapport soit mis *gratuitement* à la disposition du public sur le *site internet de la société*, suivant un procédé devenu usuel pour assurer la meilleure information du marché, et avec l'aval du contrôleur légal des comptes ou du cabinet d'audit assistant la société dans ce cadre. On notera que, par cohérence avec les dispositions afférentes à la protection des données personnelles, cette publicité ne peut excéder *dix ans*, sauf à expurger le rapport desdites données sensibles.

S'agissant du rôle assigné aux *dirigeants*, la directive prévoit, de manière identique à ce qui est de mise en matière de rapports financiers, une *responsabilité collective* à leur charge pour ce qui est de la bonne conformité de l'établissement et de la publicité de ce rapport aux exigences de la directive. Toute violation desdites obligations sera par ailleurs susceptible de donner lieu à une *action en responsabilité* formée à leur encontre, selon les règles prévues par chaque législation nationale.

SECTION 2. – PERSPECTIVES INTERNES

841. Seront envisagés successivement le droit allemand (sous-section 1), le droit belge (sous-section 2), le droit espagnol (sous-section 3), le droit italien (sous-section 4) et le droit luxembourgeois (sous-section 5).

Sous-section 1. – Allemagne

Dörte POELZIG

Professeur à l'Université de Hambourg

842. Les articles *9bis* et *9ter* de la directive Droits des actionnaires, telle que modifiée en 2017, règlent la rémunération des dirigeants des sociétés anonymes cotées. Selon l'article *9bis* alinéa 1, les États membres doivent veiller à ce que les entreprises cotées établissent une politique de rémunération concernant les dirigeants sociaux et à ce que

(122) Voy. art. *9ter*, § 5.

les actionnaires aient le droit de voter sur ce système lors de l'assemblée générale pour chaque modification importante et au moins tous les quatre ans. L'article 9bis, alinéas 2 à 5, règle certains aspects de la procédure de vote. L'article 9bis, alinéa 6, dresse la liste des éléments devant figurer dans la politique de rémunération. L'article 9bis, alinéa 7, régit la publicité de la politique de rémunération.

Selon l'article 9ter, un rapport de rémunération doit être rédigé. Les sociétés doivent y fournir une vue d'ensemble complète de la rémunération, y compris tous les avantages, quelle que soit leur forme, octroyés ou dus à chaque administrateur au cours de l'exercice le plus récent, dont les dirigeants nouvellement recrutés et les anciens dirigeants, conformément à la politique de rémunération visée à l'article 9bis. Les actionnaires pourront ainsi mieux contrôler la politique de rémunération et son application, et ainsi obtenir la mise en place d'un système de rémunération durable et de long terme.

Le législateur allemand a transposé ces prescriptions par la loi de transposition du 12 décembre 2019 (ARUG II) (123). Il faut encore prendre en considération les recommandations du Deutsches Corporate Governance Codex de 2020 (DCGK 2020) (124). Les entreprises peuvent selon l'article 161 AktG (loi sur les sociétés anonymes) naturellement y déroger mais elles sont alors obligées de le publier chaque année et de fonder les dérogations (« *comply or explain* »).

§ 1. Politique de rémunération (article 9bis)

843. La directive prévoit en principe que les actionnaires votent de manière contraignante à l'assemblée générale sur la politique de rémunération des dirigeants de l'entreprise (article 9bis, alinéa 1, alinéa 2, phrase 1). Sont notamment dirigeants de société les membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance (article 2, i)). Dans le système dualiste du droit allemand sur les sociétés anonymes, la société anonyme est dirigée par le directoire et le conseil de surveillance. C'est la raison pour laquelle la réglementation concerne les membres du conseil de surveillance en plus de ceux du directoire. Selon l'article 119, paragraphe 1, n° 3, Var. 1, AktG, l'assemblée générale

(123) BGBl. I, p. 2637 (n° 50).

(124) <https://www.dcgk.de/en/code.html>.

vote sur la politique de rémunération (125) et sur le rapport sur la rémunération des membres du directoire et du conseil de surveillance des sociétés cotées. Le droit de l'assemblée générale de voter sur la politique de rémunération selon l'article 9*bis* a été transposé pour la rémunération du directoire dans les articles 87a et 120a AktG et pour la rémunération du conseil de surveillance dans l'article 113 AktG.

A – Rémunération du directoire (articles 87a et 120a AktG)

1) Droit antérieur à la transposition

844. Le but principal de la directive est d'impliquer plus fortement les actionnaires dans la détermination de la rémunération des dirigeants de la société et de donner à l'assemblée générale une compétence de principe en la matière. Le point de départ et le modèle des articles 9*bis* et 9*ter* est le système moniste (126). Le renforcement de l'assemblée générale sert ici à faire des actionnaires une instance de surveillance supplémentaire dans la détermination de la rémunération (127). Dans le système dualiste du droit allemand des sociétés anonymes, le conseil de surveillance est de toute façon habilité et obligé à contrôler la gestion (article 111, alinéa 1, AktG). De ce fait, il est aussi compétent pour la fixation des rémunérations du directoire (article 87 AktG). Il s'agit là, endroit allemand des sociétés anonymes, l'une des fonctions les plus importantes du conseil de surveillance (128). La rémunération des membres du conseil de surveillance est, quant à elle, depuis toujours fixée par l'assemblée générale, dans les statuts ou par un vote.

2) Vote de l'assemblée générale (article 9*bis*, alinéas 1 et 5, SRD II)

845. Le conseil de surveillance des sociétés cotées doit établir la politique de rémunération (article 87a AktG) et la présenter à l'approbation de l'assemblée générale (comparez l'article 124, alinéa 3, phrase 1, AktG). L'assemblée générale doit voter sur la politique de rémunération pour les membres du directoire au sens de l'article 87a AktG à chaque

(125) Dans la loi allemande sur les sociétés anonymes (AktG), il est employé le terme de « Système de rémunération » (*Vergütungssystem*) à la place de celui de « politique de rémunération » (*Vergütungspolitik*), sans que pour autant il y ait des différences de contenu.

(126) V. GRÜNBUCH, *Europäischer Corporate Governance-Rahmen*, 5 avril 2011, pp. 5 et s. (« *Verwaltungsrat* »).

(127) P. HOMMELHOFF, « Aktionärs-Aktivismus im dualistischen System ? – ein Zuruf im EU Corporate Governance-Diskurs », in *Liber amicorum für Martin Winter*, Cologne, Schmidt, 2011, pp. 255 et 256.

(128) *RegBegr. BT-Drs. 19/9739*, p. 92 (motifs du gouvernement, travaux du Bundestag).

modification importante, et en tout état de cause, tous les quatre ans. L'objet du vote porte seulement sur l'approbation de la politique telle qu'elle est présentée à l'assemblée générale par le conseil de surveillance (129). En principe, les actionnaires n'ont pas la possibilité d'influencer son contenu. En cas de rejet, la politique de rémunération doit être soumis à un nouveau vote, au plus tard à la prochaine réunion ordinaire de l'assemblée générale (article 120a, alinéa 3, AktG). La délibération de l'assemblée générale n'est par ailleurs pas susceptible d'annulation, d'après l'article 243 AktG (article 120a, alinéa 1, phrase 3, AktG).

3) Caractère non contraignant du vote (article 9bis, alinéas 1 à 4, SRD II)

846. L'article 9bis, alinéa 3, sous alinéa 1, prévoit que le vote de l'assemblée générale revêt un caractère obligatoire. L'article 9bis, alinéa 3, ouvre cependant, de manière alternative, aux États membres la possibilité de ne prévoir qu'un vote consultatif. Le législateur allemand a fait utilisation de cette option : selon l'article 120a, alinéa 1, phrase 2, AktG, le vote exprimé sur la politique de rémunération ne fonde aucun droit ou devoir. La prise de décision n'a ainsi pas d'effet sur les rémunérations en cours et ne lie pas le conseil de surveillance (130). Exceptionnellement cependant, l'assemblée générale peut réduire de manière obligatoire la rémunération maximale allouée aux dirigeants prévue dans la politique de rémunération, au sens de l'article 87a, alinéa 1, phrase 2, n° 1, AktG (paragraphe 87, alinéa 4, AktG). Pour le reste, la décision est juridiquement non contraignante. D'après l'article 87a, alinéa 1, phrase 1, AktG, la compétence quant à la détermination de la politique de rémunération des membres du directoire reste ainsi dans les mains du conseil de surveillance. Cette pétition de principe contre un vote contraignant de l'assemblée générale est motivée dans les travaux législatifs par la structure dualiste de direction du droit allemand des sociétés anonymes : le conseil de surveillance est en raison de son aménagement institutionnel mieux à même de former la politique de rémunération que les actionnaires (131).

(129) *RegBegr. BT-Drs.* 19/9739, p. 92.

(130) U. HÜFFER et J. KOCH, *AktG*, 15^e éd., Munich, C. H. Beck, 2021, AktG § 120a Rn. (numéro en marge) 5.

(131) *RegBegr. BT-Drs.* 19/9739, 92 (motifs du gouvernement).

847. Néanmoins, le vote des actionnaires n'est pas sans conséquence : en effet, en accord avec l'article 9, alinéa 3, phrase 2, SRD II, le conseil de surveillance est obligé de fixer la rémunération des dirigeants en accord avec une politique de rémunération qui a été présentée à l'assemblée générale d'après l'article 120a, alinéa 1, AktG, pour approbation (article 87, alinéa 2, phrase 1, AktG). L'article 87a, alinéa 2, phrase 2, permet des dérogations seulement exceptionnellement lorsqu'« elles sont nécessaires à servir la pérennité de la viabilité de la société » et qu'elles sont publiées avec précision (voyez article 9bis, alinéa 4, SRD II). Si l'assemblée générale n'a pas approuvé la politique de rémunération, un système de rémunération révisé doit être proposé au plus tard au vote de l'assemblée générale ordinaire suivante (article 120a, alinéa 3, AktG ; voyez aussi article 9bis, alinéa 3, phrase 3, SRD II).

4) Contenu de la politique de rémunération (article 9bis, alinéa 6, SRD II)

848. L'article 87a, alinéa 1, AktG détermine le contenu de la politique de rémunération et transpose ainsi l'article 9bis, alinéa 6, SRD II. La politique de rémunération des dirigeants doit être claire et compréhensible (voy. article 9bis, alinéa 6, sous-alinéa 1, phrase 2, SRD II). En accord avec l'article 9bis, alinéa 6, sous-alinéa 1, SRD II, l'article 87a, alinéa 1, phrase 2, AktG exige des précisions sur la contribution de la rémunération à la promotion de la stratégie commerciale ainsi qu'aux performances à long terme de la société (n° 2) ; il exige également la publication de tous les éléments fixes et variables de la rémunération, y compris leur part relative dans la rémunération (n° 3). Il exige en plus la déclaration de tous les critères de performance financiers ou non-financiers, et une explication sur leur contribution à la promotion de la stratégie commerciale ainsi qu'aux performances à long terme de la société (n° 4) ; de même que la déclaration des périodes de report pour le paiement des éléments variables de rémunération (n° 5), ainsi qu'une déclaration sur la possibilité pour la société d'exiger la restitution des éléments variables de rémunération (n° 6). Dans le cas d'une rémunération en actions, il convient encore d'indiquer les délais d'acquisition (a), les conditions de conservation des actions après l'acquisition (b) et la contribution de cette rémunération aux objectifs susmentionnés (c). Ce même article (article 87a, alinéa 1, n° 8, AktG) exige encore, pour ce qui concerne les contrats portant sur la rémunération, la mention des délais et des conditions de résiliation (a), des indemnités de résiliation (b) ainsi

que les caractéristiques des régimes de retraite et de préretraite. La politique de rémunération doit encore mentionner comment les conditions de rémunération et d'emploi des salariés ont été prises en considération lors de la détermination de la politique de rémunération (« *manager to worker pay ratio* ») et quelles catégories de salariés y ont été incluses (article 87a, alinéa 1, n° 9, AktG). En outre, le processus de détermination, de mise en œuvre et de révision de la politique de rémunération doit être explicité, en ce compris le rôle éventuel des comités et les mesures adoptées quant à la prévention et au traitement des conflits d'intérêts (article 87a, alinéa 1, phrase 2, n° 10). Lorsqu'une politique de rémunération révisée est présentée à l'assemblée (paragraphe 120a, alinéa 3, AktG), il est nécessaire d'expliquer les modifications significatives et de donner une vue d'ensemble de la manière dont le vote et les déclarations des actionnaires concernant la politique de rémunération ont été pris en compte (article 87a, alinéa 1, phrase 2, n° 11, AktG ; voyez article 9bis, alinéa 6, sous-alinéa 6, phrase 2, SRD II). Le législateur allemand a, dans cette mesure, procédé à une transposition *a minima* des exigences européennes. Le droit allemand va toutefois plus loin que la directive en ce qu'il exige que la détermination d'une rémunération maximale des dirigeants soit mise dans la politique de rémunération (article 87a, alinéa 1, phrase 1, n° 1, AktG). Cette règle ne suscite pas de difficulté puisque la directive est d'harmonisation minimale.

849. Tous les éléments détaillés par l'article 87a ne doivent cependant pas nécessairement figurer dans la politique de rémunération. Pour ce qui est des « éléments de la rémunération », les indications décrites ne sont requises que « lorsqu'elles sont effectivement prévues ». Si par exemple, une société n'accorde à ses membres dirigeants aucun élément variable de rémunération, il n'est pas besoin de faire une déclaration sur ce point. Le code allemand de gouvernance 2020 contient d'autres recommandations pour la détermination de la politique de rémunération qui rejoignent en grande partie les dispositions légales de l'article 87a, alinéa 1, phrase 2, AktG.

5) Publicité (article 9bis, alinéa 7, SRD II)

850. Selon l'article 120a, alinéa 2, AktG les « vote et politique de rémunération » doivent être publiés sans délai sur Internet, de même que le résultat du vote. Ils doivent être mis à disposition sur le site internet pour la période de la validité de la politique de rémunération

et au minimum pour dix ans. Lorsque le délai minimum de dix ans est écoulé mais que la politique de rémunération a toujours cours, la publication doit être maintenue.

B – *Rémunération du conseil de surveillance (article 113 AktG)*

851. L'assemblée générale détient depuis toujours la compétence pour déterminer la rémunération du conseil de surveillance selon l'article 113, alinéa 1, phrase 2, dans les statuts ou par un vote. Il suffisait donc d'adapter les textes à la marge (132). Jusqu'ici, un vote de l'assemblée générale pour la détermination de la rémunération dans les statuts n'était pas nécessaire tant que la rémunération ne devait pas être modifiée. La transposition de l'article 9bis SRD II a conduit le législateur allemand à prévoir un vote sur la rémunération des membres du conseil de surveillance, au moins tous les quatre ans (article 113, alinéa 3, phrase 1, AktG). De plus, il a été prévu qu'un vote de confirmation de la rémunération puisse avoir lieu et il a été clairement énoncé que la rémunération doit être déterminée soit dans les statuts soit par un vote de l'assemblée générale (article 113, alinéa 3, phrase 2, AktG). Il est aussi possible de n'accorder aucune rémunération, mais le vote de l'assemblée générale en application de l'article 113, alinéa 3, AktG demeure obligatoire.

852. Dans le droit antérieur à la transposition, la compétence de l'assemblée générale ne concernait que la seule détermination de la rémunération du conseil de surveillance ; un vote explicite sur la politique de rémunération n'était pas prévu. L'article 9bis, alinéa 1, SRD II exige cependant un vote de l'assemblée générale non seulement sur la rémunération due ou attribuée, mais également sur la politique de rémunération. Ainsi, l'article 113, alinéa 3, phrase 3, AktG dispose que la résolution présentée à l'assemblée générale sur la rémunération du conseil de surveillance indique également de manière claire et compréhensible les informations requises au titre de l'article 87a, alinéa 1, phrase 2, pour la politique de rémunération, sauf celles concernant la rémunération maximale (voy. *supra* concernant le directoire). L'assemblée générale est donc appelée à s'exprimer sur une résolution unique portant sur la détermination de la rémunération et sur la politique de rémunération. La proposition est de la compétence du directoire et du conseil de surveillance selon l'article 124, alinéa 3, phrase 1, AktG.

(132) Voy. sur cette question : M. HABERSACK, « Aufsichtsratsvergütung nach ARUG II », in *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020 (FS Hopt)*, Berlin, De Gruyter, 2020, pp. 333, 335 et s.

§ 2. Rapport sur la rémunération (article 9ter SRD II)

A – *Obligation d'établir un rapport sur la rémunération (article 9ter, alinéa 1, SRD II)*

853. L'obligation d'établir un rapport sur la rémunération due ou octroyée à chaque dirigeant au cours du dernier exercice (article 9ter, alinéa 1, SRD II), sur la base de la politique de rémunération, est transposée par le paragraphe 162 AktG. L'établissement du rapport est un devoir collectif des dirigeants de l'entreprise (article 9ter, alinéa 5, sous-alinéa 2, SRD II). Il en résulte que dans les sociétés anonymes cotées, le directoire et le conseil de surveillance sont obligés d'établir collectivement un rapport à la fin de chaque exercice écoulé sur la rémunération des dirigeants recrutés et des anciens dirigeants. Ce rapport sur la rémunération doit être présenté au vote à l'assemblée générale (article 120a, alinéa 4, AktG) et être publié sur le site internet de la société (article 162, alinéa 4, AktG).

854. Le rapport sur la rémunération doit aussi contenir la liste les indications de l'article 162, alinéa 1, AktG pour ce qui concerne les dirigeants nouvellement nommés et les anciens dirigeants, le cas échéant. Figurent dans cette liste tous les éléments fixes et variables de rémunération, leur part respective ainsi qu'une explication de la manière dont la rémunération respecte la politique de rémunération applicable, la manière dont la rémunération contribue au développement à long terme de la société et comment les critères de performance ont été appliqués, une présentation comparative de la modification annuelle de la rémunération, l'évolution des résultats de la société et de la rémunération moyenne des salariés sur une base équivalente temps plein revue considérée sur cinq exercices et une explication sur les catégories de salariés qui ont été inclus, le nombre d'actions et d'options d'actions attribuées ou promises et les conditions d'exercice de ces droits (y compris le prix, la date d'exercice et les éventuelles modifications de ces conditions, les indications sur des écarts éventuels par rapport à la politique de rémunération du directoire (y compris une explication sur la nécessité des écarts) et la mention des éléments concrets de la politique de rémunération auxquels il a été dérogé, une explication sur la manière dont ont été pris en considération le vote de l'assemblée générale d'après l'article 120a, alinéa 4, AktG ou la soumission à discussion d'après l'article 120, alinéa 5, AktG, une explication sur la manière dont la rémunération maximum fixée les membres du directoire a été respectée.

855. Déjà avant la transposition de la directive, les sociétés cotées étaient tenues, par les règles comptables, de publier en annexe du bilan annuel la rémunération globale de tous les membres du directoire et du conseil de surveillance (article 285, alinéa 1, n° 9, lit. a, phrases 1 à 4, HGB, code de commerce allemand) et de mettre à la disposition du public les rémunérations individuelles de chaque membre du directoire (article 285, n° 9, a), phrases 5 à 7 ; article 314, alinéa 1, n° 6, a), phrases 5 à 7, HGB). Tandis que la totalité des traitements des membres des organes dirigeants doivent continuer à être indiqués en annexe du bilan même après l'entrée en vigueur de ARUG II, l'article 9ter de la directive exige désormais que la répartition individuelle soit indiquée dans le rapport de rémunération selon l'article 162 AktG. Le législateur a profité de la transposition pour transférer une grande partie des règles de publicité comptables applicables aux sociétés cotées dans le droit des sociétés anonymes. En rayant des obligations de publicité du droit comptable, des répétitions superflues ont été supprimées (133). Mais des informations pourtant liées doivent toujours être publiées dans deux endroits différents, d'une part dans l'annexe au bilan annuel et d'autre part dans le rapport de rémunération. Ceci-dit, les dispositions relatives à la présentation de la rémunération globale en annexe du bilan annuel reposent sur l'article 17, alinéa 1, d), de la directive 2013/34/EU (134) et cette dualité d'obligations d'informations pourtant liées est la résultante du droit de l'Union. Elle était donc incontournable pour le législateur allemand (135).

(133) Voy. à ce sujet : G. BACHMANN et P. PAUSCHINGER, « Die Neuregelung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung durch das ARUG II », *ZIP*, 2019, pp. 1, 6 et s.

(134) Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprise et modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil.

(135) Au sujet de la décision consciente du législateur allemand voy. : *RegBegr* (motifs du Gouvernement), *BT-Drs.* 19/9739 (travaux du *Bundestag*), pp. 108 et s. ; à ce sujet G. BACHMANN et P. PAUSCHINGER, « Die Neuregelung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung durch das ARUG II », *op. cit.*, pp. 1 et 7 ; T. FLORSTEDT, « Die neuen Aktionärsvoten zur Organvergütung – Zur Umsetzung von Art. 9a, b der geänderten Aktionärsrechterichtlinie nach dem Regierungsentwurf eines ARUG II », *ZGR*, 2019, pp. 630, 657 et s. ; M. HABERSACK, « Aufsichtsratsvergütung nach ARUG II », *op. cit.*, pp. 333 et 343 ; H. BUNGER et T. WANSLEBEN, « Umsetzung der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie in das deutsche Recht : Say on Pay und Related Party Transactions », *DB*, 2017, pp. 1190 et 1193 ; D. LEUERING, « Die Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung in der geänderten Aktionärsrechterichtlinie », *NZG*, 2017, pp. 646, 649 et s. ; M. LÖBBE et J. FISCHBACH, « Die Neuregelungen des ARUG II zur Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Aktiengesellschaften », *AG*, 2019, pp. 373, 383 et s.

*B – Prescriptions relatives à la protection des données
(article 9ter, alinéas 2 et 3, SRD II)*

856. Les dispositions concernant la protection des données selon l'article 9ter, alinéas 2 et 3, SRD II sont transposées dans l'article 162, alinéa 5, AktG. La première et la deuxième phrases règlent la protection des données lors de l'établissement du rapport de rémunération ; la phrase 3 concerne la publicité des rapports précédents.

1) Protection des données personnelles
(paragraphe 162, alinéa 5, phrase 1, AktG)

857. L'article 162, alinéa 5, phrase 1, AktG interdit l'insertion de données qui se réfèrent à la situation familiale d'un membre du directoire ou du conseil de surveillance (voyez article 9ter, alinéa 2, demi-phrase 2, SRD II). Certes, l'article 9ter de la directive oblige en plus les États membres à s'assurer que les sociétés n'incluent pas dans le rapport des catégories particulières de données personnelles des dirigeants à titre individuel au sens de l'article 9, alinéa 1, du règlement (UE) 2016/679 ; mais puisque cette interdiction découle du règlement européen d'application directe (UE) 2016/679, le législateur allemand a considéré que la transposition n'était pas nécessaire sur ce point. La radiation dix ans après la première publication du rapport de rémunération prévue par l'article 9ter, alinéa 3, sous-alinéa 2, est transposée dans l'article 162, alinéa 5, phrase 3, AktG. Ceci devrait empêcher l'accès au public des données personnelles qui se réfèrent à des rémunérations versées dans le passé (136).

2) Données personnelles des anciens dirigeants
(article 162, alinéa 5, phrase 2, AktG)

858. Selon l'article 162, alinéa 5, phrase 2, AktG, les données personnelles des anciens membres du directoire et du conseil de surveillance figurant dans le rapport sur la rémunération doivent être omises dix ans après que les dirigeants ont quitté la société. Cette limite ne trouve pas d'équivalent dans la directive. Le législateur national allemand motive l'article 162, alinéa 5, phrase 2, par le fait que si l'on considère la nécessité de limiter la publication de données personnelles et l'idée fondamentale d'une publication limitée dans le temps – qui sous-tendent l'article 9ter,

(136) M. HABERSACK, « Aufsichtsratsvergütung nach ARUG II », *op. cit.*, pp. 333 et 344.

alinéa 5 –, il existe une lacune dans la directive (137). Mais la réalité d'une telle lacune est discutable, de même la conformité de l'article 162, alinéa 5, phrase 2, à la directive. La Cour de justice en jugera (138).

*C – Clause de non-divulgation selon le paragraphe 162,
alinéa 6, AktG*

859. De même la question se pose de la conformité à la directive de l'aménagement actuel de l'article 162, alinéa 6, AktG. Cette règle remonte à une recommandation doctrinale qui renvoie à un parallèle au paragraphe 131, alinéa 3, phrase 1, n° 1, AktG (139). Selon cette conception, le rapport sur la rémunération ne doit pas contenir d'informations qui risqueraient de causer un préjudice important à la société, selon une évaluation commerciale raisonnable. L'article 162, alinéa 6, AktG ne repose pas sur une règle d'exception expresse prévue par la directive (140), mais sur le considérant 45, selon lequel « les sociétés [...] ne peuvent être obligées, à rendre publics certains éléments d'informations dont la divulgation nuirait gravement à leur position ». Même si les considérants n'ont pas eux-mêmes force obligatoire, ils peuvent cependant être pris en compte pour l'interprétation de celle-ci. Il s'ensuit qu'il est à conseiller d'adapter la clause de non-divulgation aux exigences du considérant 45, qui exige aussi que « la non divulgation [...] ne saurait nuire aux objectifs poursuivis par les exigences de communication prévues par la présente directive ».

D – Vote du rapport de rémunération (article 9ter, alinéa 4, SRD II)

860. Selon l'article 120a, alinéa 4, phrase 1, AktG, l'assemblée générale des sociétés cotées est appelée à voter sur le rapport sur la rémunération de l'exercice précédent, établi et vérifié d'après l'article 162 AktG. Le vote ne fonde ni droits ni devoirs, et a un caractère simplement facultatif. Le législateur allemand a, de plus, utilisé dans l'article 120a, alinéa 5, AktG l'option offerte par l'article 9ter, alinéa 4, sous-alinéa 2, de la directive : dans les petites et moyennes entreprises, le rapport est simplement soumis à la délibération de l'assemblée générale, sans qu'un vote ne soit nécessaire.

(137) *RegBegr. BT-Drucks.* (motifs du gouvernement, travaux du Bundestag) 19/9739, p. 114.

(138) M. HABERSACK, « Aufsichtsratsvergütung nach ARUG II », *op. cit.*, pp. 333 et 343.

(139) Voy. art. 9, al. 2, ARRL II, projet de loi du ministère de la Justice. Comp. D. LEUERING, « Die Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung in der geänderten Aktionärsrechterichtlinie », *op. cit.*, pp. 646 et 650.

(140) À la différence de par exemple art. 131, al. 3, phrase 1, n° 1, AktG.

E – Vérification par le commissaire aux comptes
(article 9ter, alinéa 5, SRD II)

861. D'après l'article 162, alinéa 3, AktG, le rapport de rémunération doit être vérifié par le commissaire aux comptes. Il s'agit d'une vérification purement formelle (article 162, alinéa 3, phrase 2, AktG). Cela correspond aux objectifs de la directive (article 9ter, alinéa 5, phrase 2, SRD II), et est en accord avec le contrôle dont doit aussi être l'objet le rapport CSR (*corporate sustainability reporting*, publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises) qui est pareillement purement formel (comparez article 317, alinéa 2, phrase 6, HGB, code de commerce) (141). Tandis que le contenu des déclarations nécessaires dans l'annexe au bilan devait être aussi vérifié par le commissaire aux comptes jusqu'à la loi ARUG II (article 285, alinéa 1, n° 9, a), phrases 5 à 7, HGB dans son ancienne version), l'intensité de vérification a été amoindrie avec le transfert des obligations de déclaration dans le rapport de rémunération selon l'article 162 AktG (142). Des réserves à ce sujet ont été exprimées pendant la procédure législative et une obligation de vérification matérielle plus élargie a été proposée (143) ; elle n'a cependant pas été reprise par le législateur.

Sous-section 2. – Belgique

Henri CULOT

Professeur à l'UCLouvain, professeur invité
à l'Université Saint-Louis Bruxelles
Avocat au barreau de Bruxelles (Prioux Culot + Partners)

862. Cette sous-section décrit la transposition en droit belge des articles 9bis et 9ter de la directive 2007/36/CE (ci-après, « la directive »), concernant la politique de rémunération et le rapport de rémunération. D'une manière générale, il s'agit d'une transposition littérale des termes de la directive, sans ajout ni modification majeurs. On n'abordera pas

(141) G. BACHMANN et P. PAUSCHINGER, « Die Neuregelung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung durch das ARUG II », *op. cit.*, pp. 1 et 8.

(142) *Ibid.*, pp. 1 et 8.

(143) N. PASCHOS et S. GOSLAR, « Der Referentenentwurf des ARUG aus der Sicht der Praxis », *Die Aktiengesellschaft*, 2008, pp. 857 et 865 ; VELTE, *DSiR*, 2018, 2445, 2448 ; VELTE, *DSiR*, 2018, pp. 208 et 214.

ici les règles de droit national identiques à celles de la directive, pour pouvoir concentrer l'analyse sur les choix posés par le législateur belge et les quelques particularités qu'il a souhaité maintenir ou introduire.

§ 1. Politique de rémunération

863. L'article *9bis* de la directive, consacré à l'établissement d'une politique de rémunération des dirigeants de sociétés cotées, est transposé à l'article 7:89/1 du code des sociétés et des associations (ci-après, « le CSA »). Cet article est applicable aux sociétés anonymes cotées, mais également, par l'effet de l'article 5:2, alinéa 1^{er}, 2^o, du même code, aux sociétés à responsabilité limitée cotées. Les règles en matière de politique de rémunération sont complétées au principe 7 du code belge de gouvernance d'entreprise 2020, dispositif dit de *soft law* mais que toutes les sociétés cotées belges doivent déclarer appliquer (144).

864. D'une manière générale, l'article 7:89/1 précité reprend textuellement et quasi intégralement le texte de l'article *9bis* de la directive qu'il transpose, moyennant quelques adaptations purement linguistiques ou de forme et une réorganisation du texte dans un ordre paraissant plus cohérent au législateur belge. Ainsi sont également reproduites, plutôt que clarifiées, les imprécisions du texte européen (145). Les particularités suivantes méritent d'être mentionnées.

865. Premièrement, la Belgique n'a pas utilisé la possibilité prévue par l'article *9bis*, paragraphe 3, de la directive, de rendre le vote de l'assemblée générale facultatif (146). Ce vote est donc « contraignant », comme l'indique le paragraphe 2, alinéa 1^{er}, de cet article, ce qui signifie qu'il est obligatoire et s'impose à la société comme à ses

(144) Ceci résulte de l'application combinée de l'art. 3:6, § 2, al. 1^{er}, 1^o, et al. 4, CSA et de l'arrêté royal du 12 mai 2019 portant désignation du code de gouvernance d'entreprise à respecter par les sociétés cotées.

(145) Voy. par ex., sur le concept de rémunération « variable », Th. DOUILLET, « La gouvernance des rémunérations des dirigeants dans les sociétés cotées. Le point après le Code des sociétés et des associations, le Code de gouvernance 2020 et la loi Droit des actionnaires II », *RDS-TSR*, 2020, n° 4, pp. 590-592 ; D. HAEX et Fr. HOOGENDIJK, « Het remuneratiebeleid in een nieuw jasje », *RPS-TRV*, 2021, pp. 302 et 303. Aussi sur l'obligation de prendre en compte « les conditions de rémunération et d'emploi des salariés » : Th. DOUILLET, « La gouvernance des rémunérations des dirigeants dans les sociétés cotées. Le point après le Code des sociétés et des associations, le Code de gouvernance 2020 et la loi Droit des actionnaires II », *op. cit.*, p. 636.

(146) Proposition de loi portant transposition de la directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et portant des dispositions en matière de société et d'association (ci-après, « proposition de loi »), *Doc. parl.*, ch. repr., sess. extr. 2019, n° 55-0553/001, p. 16.

organes. En droit commun des sociétés, la fixation de la rémunération des administrateurs relève de la compétence exclusive de l'assemblée générale (art. 2:50 CSA) : il n'aurait donc guère été cohérent que le vote de l'assemblée générale ne soit que consultatif en ce qui concerne la politique de rémunération alors que c'est l'assemblée générale elle-même qui fixe la rémunération des administrateurs. Il en résulte néanmoins une forme d'asymétrie pour le délégué à la gestion journalière et les membres du conseil de direction, en ce sens que, si la politique de rémunération qui les concerne est décidée par l'assemblée générale, le niveau de cette rémunération est fixé selon le cas par le conseil d'administration, l'administrateur unique, le conseil de surveillance ou le conseil de direction (147). La marge d'appréciation de ces derniers organes se voit désormais limitée par la politique de rémunération adoptée par l'assemblée générale et qui s'impose à eux (148).

866. En second lieu, la notion de « dirigeants » utilisée dans la directive est transposée à l'article 7:89/1 du CSA par l'expression « administrateurs, autres dirigeants et délégués à la gestion journalière ».

867. Le terme d'« administrateur » est utilisé en droit belge des SA pour viser le membre du conseil d'administration, soit l'organe d'administration de la société dans le régime de gouvernance moniste (art. 7:85 CSA). C'est aussi le titre que porte l'« administrateur unique » lorsque la SA a opté pour ce mode de gouvernance. Se pose la question de savoir si la notion d'« administrateur » pourrait aussi viser les membres du conseil de surveillance et du conseil de direction lorsque la société a opté pour le régime dual. Une interprétation conforme à la directive, qui compte parmi les dirigeants « tout membre d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance d'une société » (article 2, i), i)) y invite manifestement. Toutefois, le doute surgit lorsqu'on constate que l'article 3:6, paragraphe 3, du CSA, qui transpose la directive en ce qui concerne le rapport de rémunération, vise quant à lui les « administrateurs, [...] membres du conseil de direction et du conseil de surveillance, [...] autres dirigeants et [...] délégués à la gestion journalière ». Le rapprochement des deux textes conduirait à penser que le législateur ne dénomme pas « administrateurs » les membres du conseil de direction et du conseil de surveillance, et qu'il mentionne expressément ces

(147) E. PEETERMANS, « Herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn : krachtlijnen en impact op de genoteerde vennootschappen in België », *RPS-TRV*, 2021, p. 286. Sur la signification des termes « membre de l'organe d'administration » et « dirigeant », voy. *infra*.

(148) V. SIMONART, « La modification du Code des sociétés et des associations par la loi du 28 avril 2020 », *J.T.*, 2020, p. 647.

derniers lorsqu'il entend les soumettre à une règle. Toutefois, une telle interprétation serait contraire à la directive et, dans la mesure où le terme d'administrateur peut aussi s'entendre dans un sens plus large comme incluant tout membre d'un organe d'administration d'une SA ou d'une SRL, il faut privilégier en l'espèce l'interprétation conforme à la directive et dès lors considérer que la politique de rémunération des membres du conseil de direction et du conseil de surveillance est soumise aux règles de l'article 7:89/1 du CSA (149).

868. Le délégué à la gestion journalière est un organe bien identifié en droit belge. Il peut être administrateur ou non, et est en charge « de la gestion journalière de la société, ainsi que de la représentation de la société en ce qui concerne cette gestion » (article 7:121 CSA). Assez souvent, le CEO de la société est le délégué à la gestion journalière.

869. La notion d'« autres dirigeants » est définie à l'article 3:6, paragraphe 3, dernier alinéa, du CSA : « Pour l'application du présent code, l'on entend par “autres dirigeants” les membres de tout comité où se discute la direction générale de la société, organisé en dehors du régime de l'article 7:104 ». Cet article 7:104 du CSA décrit le régime d'administration duale, qu'on vient d'examiner. Font donc partie des « autres dirigeants » les personnes qui ne sont pas administrateurs ni membres du conseil de direction ou du conseil de surveillance, ni délégués à la gestion journalière, mais qui participent néanmoins à la direction de la société. On vise donc des cadres dirigeants de haut niveau siégeant au sein d'un comité de direction, *executive committee* (150), ou autres collègues du même type (151).

870. Troisièmement, la Belgique permet à ses sociétés cotées, comme l'autorise la directive, de déroger exceptionnellement et temporairement à la politique de rémunération. Les conditions fixées par la directive sont fidèlement reproduites.

(149) Le commentaire des articles de la proposition de loi adopte aussi ce point de vue (proposition de loi, n° 55-0553/001, p. 17), confirmant ainsi l'intention du législateur. La doctrine est du même avis : Th. DOUILLET, « La gouvernance des rémunérations des dirigeants dans les sociétés cotées. Le point après le Code des sociétés et des associations, le Code de gouvernance 2020 et la loi Droit des actionnaires II », *op. cit.*, p. 589 et D. HAEX et Fr. HOOGENDIJK, « Het remuneratiebeleid in een nieuw jasje », *op. cit.*, p. 301.

(150) D. HAEX et Fr. HOOGENDIJK, « Het remuneratiebeleid in een nieuw jasje », *op. cit.*, p. 301.

(151) Voy. COMMISSION CORPORATE GOVERNANCE, « Note explicative concernant le rapport de rémunération », https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/note_explicative_concernant_le_rapport_de_remuneration.pdf (consulté le 16 septembre 2021), p. 4, qui parle d'une « notion fourre-tout par laquelle le législateur désigne les membres du management exécutif (*executive management*) ».

871. Quatrièmement, lorsqu'il est question du processus de décision conduisant au vote sur la politique de rémunération, le législateur belge a ajouté une référence explicite au rôle du comité de rémunération. Celui-ci est en effet chargé de faire des propositions au conseil d'administration ou au conseil de surveillance ; une fois adoptées par l'organe d'administration, les propositions sont soumises à l'assemblée générale (article 7:100, paragraphe 5, 1°, et article 7:120, paragraphe 5, 1°, du CSA). On organise ainsi un processus d'adoption à trois niveaux, avec une décision finale prise par l'assemblée générale.

872. Enfin, les règles spécifiques du code des sociétés et des associations concernant l'attribution aux administrateurs d'actions ou d'options sur actions, les indemnités de départ et la rémunération variable (152) (articles 7:91 et 7:92 CSA), et les règles prévues dans les lois particulières (applicables par exemple aux sociétés du secteur financier) sont expressément réservées.

§ 2. Rapport de rémunération

873. L'article 9^{ter} de la directive 2007/36/CE a été transposé principalement aux articles 3:6, paragraphes 3 et 3/1 du CSA. Le vote de l'assemblée générale est prévu à l'article 7:149, alinéa 3, du CSA. Pour déterminer le délai pendant lequel les informations sont accessibles publiquement, ainsi que pour les règles de responsabilité des administrateurs, aucune transposition spécifique n'était nécessaire car les règles générales applicables suffisaient à mettre en œuvre les exigences de la directive (article 41 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 (153) et article 2:56 du CSA). La Commission Corporate Governance a publié une « note explicative », dépourvue de force obligatoire, mais contenant des précisions et exemples quant à la formulation du rapport de rémunération (154). Ces dispositions sont applicables aux sociétés cotées.

(152) Sur les règles de fond concernant l'octroi d'actions ou d'options et la rémunération variable, voy. Th. DOUILLET, « La gouvernance des rémunérations des dirigeants dans les sociétés cotées. Le point après le Code des sociétés et des associations, le Code de gouvernance 2020 et la loi Droit des actionnaires II », *op. cit.*, pp. 601-615.

(153) Arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé.

(154) COMMISSION CORPORATE GOVERNANCE, « Note explicative concernant le rapport de rémunération », *op. cit.*

874. À nouveau, on retrouve très largement dans le droit belge les termes mêmes de la directive, présentés toutefois dans un ordre différent. Les particularités suivantes retiennent l'attention. Elles résultent principalement de l'intégration des obligations imposées par la directive avec le droit préexistant (155), le législateur ayant estimé que la transposition de la directive ne devait pas être l'occasion de supprimer ou de réduire des obligations préexistantes en la matière.

875. Premièrement, le rapport de rémunération doit être inclus dans la déclaration de gouvernement d'entreprise, dont il constitue une section spécifique. On a donc un système de poupées russes : le rapport de rémunération est une section spécifique de la déclaration de gouvernement d'entreprise, qui lui-même est une section spécifique du rapport de gestion des sociétés cotées. C'est aussi dans le rapport de gestion qu'on trouve les informations non financières, lorsque de telles informations doivent être publiées. Il est sans doute opportun que toutes ces informations soient regroupées au sein d'un même document, tout en étant facilement identifiables dans sa table des matières. Cette technique permet aussi de soumettre le rapport de rémunération au contrôle du commissaire, qui vérifie le rapport de gestion (article 3:75, paragraphe 1^{er}, 6^o, CSA) (156).

876. Ensuite, la notion de dirigeant qu'on trouve dans la directive est transposée de la même manière qu'en ce qui concerne la politique de rémunération, avec ici, comme on l'a déjà expliqué, une mention explicite des membres du conseil de direction et du conseil de surveillance. Le terme générique de « dirigeant » est également utilisé pour éviter de répéter dans la même phrase l'énonciation fastidieuse des différents types de dirigeants visés. Contrairement au régime antérieur, la nouvelle disposition ne contient plus de distinction entre les administrateurs exécutifs et non exécutifs (157).

877. La directive permet que, lorsqu'il s'agit d'une petite ou moyenne entreprise, le rapport de rémunération ne fasse pas l'objet d'un vote à l'assemblée générale, mais qu'il lui soit simplement présenté. Le législateur belge n'a pas souhaité faire usage de cette possibilité, ce qui

(155) Proposition de loi portant transposition de la directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et portant des dispositions en matière de société et d'association, *Doc. parl.*, ch. repr., 2019, n° 55-0553/001, p. 5 et 14.

(156) P. DELLA FAILLE, « Vers une première réforme du CSA ? La transposition en droit belge de la Directive 2017/828 (SRDII) visant à promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires », *RPS-TRV*, 2019, p. 857.

(157) D. HAEX et Fr. HOOGENDIJK, « Het remuneratiebeleid in een nieuw jasje », *op. cit.*, p. 301.

aurait constitué une atténuation des obligations préexistantes (158) : l'assemblée générale doit donc voter sur le rapport de rémunération, quelle que soit l'importance de la société. Le vote est consultatif (159).

878. Le CSA impose que l'information relative à la rémunération contienne des précisions ou des éléments complémentaires, par rapport à ceux prévus par la directive. On peut les présenter en cinq points.

1. Quatre composantes de la rémunération doivent être distinguées :
 - « – la rémunération de base ;
 - la rémunération variable : toute rémunération additionnelle liée aux critères de prestation avec indication des modalités de paiement de cette rémunération variable ;
 - pension : les montants versés pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion ou les coûts relatifs aux services fournis au cours de l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, en fonction du type de plan de pension, avec une explication des plans de pension applicables ;
 - les autres composantes de la rémunération, telles que les coûts ou la valeur d'assurances et d'autres avantages en nature, avec une explication des caractéristiques des principales composantes » (article 3:6, paragraphe 3, alinéa 3, 1^o, a), CSA).
2. En ce qui concerne les options sur actions, il faut aussi indiquer non seulement les options proposées ou accordées (conformément à la directive), mais aussi les droits « exercés ou venus à échéance » au cours de l'exercice en question, ce que la directive ne prévoit pas.
3. Des informations spécifiques doivent figurer dans le rapport en cas de départ d'un dirigeant, au sujet de la base de calcul de l'indemnité de départ qu'il reçoit et de sa justification, ce que la directive n'impose pas.
4. Le rapport doit faire apparaître l'écart salarial (160), défini comme le ratio entre la rémunération la plus haute accordée à l'un des dirigeants (généralement le CEO) et la rémunération la plus basse, sur la base d'un temps plein, accordée aux salariés de la société. La proposition d'ajouter une justification du caractère approprié de ce ratio (161) a en revanche été écartée. Ces éléments trouvent leur inspiration dans

(158) P. DELLA FAILLE, « Vers une première réforme du CSA ? La transposition en droit belge de la Directive 2017/828 (SRDII) visant à promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires », *op. cit.*, p. 858.

(159) Proposition de loi, n° 55 0553/001, p. 14.

(160) Proposition de loi, amendement n° 123, n° 55-0553/004, p. 136.

(161) Proposition de loi, amendement n° 124, n° 55-0553/004, p. 137.

le texte du projet de la directive, même s'ils ne figurent pas dans la directive finalement adoptée (162).

5. L'information doit être fournie sur une base individuelle pour les administrateurs, les membres du conseil de direction et du conseil de surveillance et pour les délégués à la gestion journalière. Pour les autres dirigeants, les informations sur les indemnités de départ et sur les actions et options sur actions doivent être indiquées sur une base individuelle, mais les autres informations peuvent être fournies de manière globale (163). Cette différenciation entre deux catégories de dirigeants a été justifiée par le souhait de transposer la directive « de façon aussi stricte que possible » (164). Toutefois, une telle distinction ne figure pas dans la directive, qui exige au contraire, pour chaque dirigeant, une divulgation de sa rémunération individuelle (article 9ter, paragraphe 1^{er}, alinéa 2). La distinction opérée par le CSA ne serait donc compatible avec la directive qu'à la condition que les « autres dirigeants » au sens du CSA, dont la rémunération peut être publiée de manière globale, ne soient pas des « dirigeants » au sens de la directive, ce qui est douteux. En réalité, la transposition belge se situe sur ce point en retrait par rapport aux exigences de la directive.

Sous-section 3. – Espagne

Cristina GUERRERO TREVIJANO

Associate Professor of Commercial Law
Universidad Complutense de Madrid

879. By April 2021, the Spanish regulator published the 5/2021 Act (165) which purpose is the improvement of corporate governance and the functioning of capital markets and the transposition into Spanish law of Directive (EU) 2017/828 (“SRD II”).

(162) Th. DOUILLET, « La gouvernance des rémunérations des dirigeants dans les sociétés cotées. Le point après le Code des sociétés et des associations, le Code de gouvernance 2020 et la loi Droit des actionnaires II », *op. cit.*, pp. 636 et 367.

(163) Proposition de loi, n° 55 0553/001, pp. 13 et 14 ; proposition de loi, amendement n° 180, n° 55-0553/010, pp. 2 et 3 ; Th. DOUILLET, « La gouvernance des rémunérations des dirigeants dans les sociétés cotées. Le point après le Code des sociétés et des associations, le Code de gouvernance 2020 et la loi Droit des actionnaires II », *op. cit.*, pp. 619 et 620.

(164) Proposition de loi, n° 55-0553/008, p. 6.

(165) Act 5/2021, of 12 April, that modifies the consolidated text of the Companies Act, approved by Royal Legislative Decree 1/2010, of 2 July, and other financial regulations, in what affects the long-term shareholder engagement in listed companies.

The main changes introduced by this Act that directly derive from SRD II are: “say on pay” and remuneration policy for directors; related party transactions ; identification of shareholders (ultimate beneficial owners); and, finally, transparency policies of institutional investors and asset managers. Nevertheless, the Act 5/2021 has also included other changes that were not a need according to the SRD II, as it happens with the inclusion of the loyalty shares regime; the limitation of appointment of directors to natural persons in listed companies; the facilitation of the holding of remote general meetings in any type of company; the regulation of proxy advisors and, finally, other changes related to the Spanish securities market.

In this chapter, we will focus on a key matter that derives from Articles 9*bis* and 9*ter* of the SRD II: the competences of the general meeting regarding the remuneration of directors (“say on pay”).

§ 1. The regulation of directors’ remuneration in Spain before the SRD II

A – *Changes in remuneration introduced by the 31/2014 Act*

880. Until the economic crisis of 2008, directors’ remuneration was a matter that received little legal control. Beyond the establishment of a series of precautions, basically concerning remuneration based on shares or rights over shares and that consisting of a participation in profits, the regulation of remuneration was a matter of self-regulation for which only recommendations were envisaged in the framework of codes of corporate governance. However, because of the crisis, this issue began to receive a different treatment and international organisations began to promote the need to develop rules on remuneration.

881. The result in Spain of this reformist current was Statute 31/2014, of 3 December, amending the Capital Companies Act. (166) This act aimed to improve corporate governance (hereinafter, 31/2014 Act) in listed companies. It sought to resolve what was considered to be essential problems in the regulation of remuneration, namely “that remuneration adequately reflects the real evolution of the company and is correctly aligned with the interest of the company and its shareholders.” (167)

(166) Royal Legislative Decree 1/2010, of 2 July, approving the Consolidated Text of the Companies Act, *Official State Journal (BOE)*, No. 161, 3 July 2010, hereinafter LSC.

(167) Preamble of Act 31/2014, para. 4.

882. To this end, in addition to specifying new measures in remuneration based on shares or rights over shares and profit-sharing and specifying the regulation of remuneration in listed companies through the establishment of a remuneration policy approved by the general meeting, it incorporated a series of general safeguards into the general regulation of directors' remuneration to ensure transparency. The law made it compulsory to establish in the company's articles, in all types of companies, the system of directors' remuneration for their management and decision-making functions and the need to address the remuneration system for executive directors, which shall be stated in a delegation contract as stated in Article 249 of the Spanish Companies Act. (168) In addition, for listed companies, the Act introduced two new instruments of control: the remuneration policy and the annual report on directors' remuneration.

B – *The Remuneration Policy*

883. The remuneration policy of a listed company constitutes the set of principles, guidelines and directives that must govern the remuneration of its directors, both in their position « as directors » and for the performance of executive functions. (169)

884. One of the most relevant changes was the regulation of the remuneration policy for listed companies. The Spanish legislator introduced in the Companies Act (hereinafter, LSC by its acronym in Spanish) the main aspects of the remuneration policy that shall be approved by the general meeting through the 31/2014 Act.

(168) About the remuneration of executive directors, M.V. PETIT LAVALL, “Novedades en el régimen de remuneración de los administradores de las sociedades de capital: la retribución extraestatutaria de los consejeros ejecutivos”, *Derecho de sociedades y de los mercados financieros: libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma*, Iustel, 2018, p. 649-671. About remuneration in non-listed companies, Cristina GUERRERO TREVIJANO « Viejos y nuevos problemas en la regulación de la retribución de los consejeros en sociedades cerradas », *RDBB*, 146, 2017, p. 143-176.

(169) The Law, with no distinction between listed or not listed companies, recognised a different remuneration for executive directors and non-executive directors. Article 217.2 LSC established that the remuneration of directors “as directors” shall be established in the company's articles, specifying the exact remuneration system that could be applied to concrete the amount to be paid to the directors. On the other hand, it included in article 249 LSC, the need to sign a contract between the Board and the executive director were the additional remuneration to be paid for those executive functions is fully detailed. The expression that the Spanish legislator has used is « administradores en su condición de tales » which means « directors as directors » or “directors in their capacity as such », trying to state the difference in between directors that do not have executive functions from those that are executive directors.

885. The system applied by the Spanish legislator has been much discussed. (170) Indeed, it should have begun by stating the need for all directors' remuneration of a listed company to be in accordance with a (binding) resolution of the general meeting approving the board's proposal on the remuneration policy, with a concrete term, and then specifying its content, with the appropriate distinctions according to the functions to be remunerated and the type of director. Instead of that, the order is reversed and it begins by detailing the remuneration of directors « as directors » (Article 529*septdecies* LSC) and the remuneration of directors with executive functions (Article 529*octodecies* LSC), then followed by a general mention of the policy to which both must conform (Article 529*novodecies* LSC). This reduces the clarity of the remuneration system.

886. Pursuant to the provisions of Article 529 *novodecies* LSC, the remuneration policy of the directors of a listed company must be submitted to a – binding – vote at the general meeting as a separate item on the agenda and approved at least every three years. This vote is binding even though the LSC did not state it specifically, but this could be inferred by the following requirements about its lasting and the modification process.

887. The proposed policy to be formulated shall state the reasons for the proposal and shall be accompanied by a specific report from the nomination and remuneration committee. As in the case of an amendment to the company's articles, both documents (reasoned proposal and report) must be published on the corporate website as soon as the general meeting at which the policy is to be submitted to a vote is called, and shareholders might also request the report to be delivered or sent free of charge.

888. As a rule, the remuneration policy shall remain in force for a maximum of three financial years following the financial year in which it is approved. We say “as a rule” because this was the period established by the LSC and “as a maximum” because the general meeting is sovereign to modify, novate or replace the policy at any time, and is obliged to approve a new one at least every three years, as indicated above.

(170) M.T. MARTÍNEZ MARTÍNEZ, “Especialidades del régimen de retribución de administradores en las sociedades cotizadas”, *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, T. I, Navarra, Aranzadi, 2019, pp. 1026-1050.

889. About the content of the remuneration policy it shall comply, always and in so far as applicable, the remuneration system provided for in the company's articles. Consequently, if at any time the policy contradicts the provisions of the company's articles, it must be submitted for approval to bring it into line with the company's articles (Article 529*novodecies*).

890. Pursuant to the provisions of Articles 529*septies* and 529*octodecies* LSC, all director's remuneration policies must contain at least the following statements: (171)

891. (a) With regard to the remuneration of directors in their capacity as such: (i) it must determine those items of remuneration that directors are to receive during their term of office from among those provided for in the system of remuneration established in the company's articles; and (ii) it must set the maximum annual amount to be paid during its term, to all the directors under this type of remuneration. The distribution of this annual amount among the directors is the responsibility of the board of directors, taking into account, for these purposes, the functions and responsibilities of each director, membership of board committees and any other objective parameters considered relevant.

892. (b) With regard to remuneration for the performance of executive duties, the policy should establish the framework to which the contracts with executive directors in compliance with the provisions of Article 249 LSC should accommodate. In particular, the policy must: (i) establish the annual fix remuneration to be included in such contracts and any variation thereof during their term; (ii) determine the parameters for calculating variable remuneration elements to be included in such contracts; and (iii) set the other main terms and conditions of the contracts. In this regard, the LSC includes a *numerus apertus* of terms and conditions, including duration, indemnities in the event of termination of the contract, post-contractual non-competition agreements, permanence clauses, etc.

893. As can be deduced from the above, the Spanish law before the transposition of the Directive complied with the basic requirements of the SRD II and was even more protective in some respects. However, there were some other issues that needed some clarification or more

(171) About the content of the Remuneration Policy under Act 31/2014, see J. COSTAS COMESAÑA, "Contenido y aprobación de la política de retribuciones", *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, Vol. I, Navarra, Aranzadi, 2019. pp. 1051-1084.

detailed regulation. Issues as, for example, the possible temporary exceptions to the approved remuneration policy (from Article 9^{ter}, paragraph 4 SRD II), or issues relating to the content of the policy, such as the following: “how the pay and employment conditions of employees of the company were taken into account when establishing the remuneration policy”; the proportion between the fix and variable remuneration and, in relation to it, “the financial and non-financial performance criteria, including, where appropriate, criteria relating to corporate social responsibility, and explain how they contribute to the objectives set out in the first subparagraph, and the methods to be applied to determine to which extent the performance criteria have been fulfilled”; and finally, “specify information on any deferral periods and on the possibility for the company to reclaim variable remuneration” (Article 9^{ter}, paragraph 6 SRD II). Much of those were incorporated to the Annual Report on Directors’ Remuneration Model of the Spanish Stock Market Commission (172) but others needed to be clarified in the Act.

C – The Annual Directors’ Remuneration Report

894. The other main topic that the 31/2014 Act regulated was the Annual Report on Directors’ Remuneration, which traditionally was regulated in the Stocks Market Act, but that the Act 31/2014 reallocated in the Capital Companies Act. In this regard, the 31/2014 Act did not limit itself to transfer a series of provisions from one regulation to another but took the opportunity to modify its regulation and to adjust it to the rest of the novelties introduced in directors’ remuneration.

895. There are three basic ideas that were regulated: the content of the report ; the publicity of the report ; and the advisory vote of the annual general meeting on the remuneration report.

896. Attending to the content, Article 541 LSC established that the annual report on remuneration must be drawn up by the Board of directors and must contain complete, clear, and comprehensible information on the directors’ remuneration policy applicable in the current financial year. It shall also include an overall summary of the application of the directors’ remuneration policy in the last financial year. And, finally, it shall include details, for every item of the individual remuneration received by each director during the last financial year.

(172) Appendix I of the Circular 2/2018 of the CNMV (Spanish Stock Market Commission).

897. Regarding the publication of the annual report on directors' remuneration the Board of directors of all listed companies must draw up, for each financial year, the corresponding annual report and publish it as a relevant fact at the same time as the annual corporate governance report and, in any event, no later than the date on which the notice of the annual general meeting where the report is going to be subject to advisory vote is published.

898. Finally, attending to the advisory voting, the 31/2014 Act maintained the pre-existing obligation for listed companies to submit to an advisory voting the remuneration report. As a result of the advisory vote, the general meeting could approve or reject the report. The rejection could only be based on any of the three assumptions of the content abovementioned: the policy applicable for the current financial year, the last's year remuneration policy or the individual remuneration of the different directors. In the event of rejection, Article 529 *novodecies* LSC provided for a single consequence: the remuneration policy that should apply for the next financial year shall be approved by the general meeting prior to its application even if three years have not elapsed since the approval of the last policy (exceptions made in cases where the remuneration policy was approved at the same annual general meeting.) (173) This consequence makes sense only if the report is rejected based on a wrong application of the current year's remuneration policy, but makes no sense in other cases, i.e., when the rejection is based on last year's remuneration policy. As well as it does not sound reasonable to state that the rejection of the report based on a non-application of the current remuneration policy may have the effect of having to reform that policy instead of being forced to apply it as it was approved, because the legislator did not prevail any redress mechanism for cases where the rejection has a different and lesser motivation, for example, an error or omission of information. (174)

(173) For a more detailed perspective on the advisory voting in Spain, see, M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, "Votación consultiva del informe anual de retribuciones y consecuencias de su falta de aprobación", *Sociedades Cotizadas y transparencia en los mercados*, Vol. I, Navarra, Aranzadi, 2019, pp. 1085-1157.

(174) Stating this idea, R. SÁNCHEZ JIMÉNEZ, "La remuneración de los consejeros en las sociedades cotizadas", *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo*, Madrid, Dykinson, 2015, pp. 203-210.

§ 2. The transposition of the SRD II in Spain in terms of remuneration

899. Attending to the above-mentioned pre-existing regime, the Spanish Companies Act was in accordance with most of the requirements of approval and transparency that the SRD II provided. Notwithstanding this, the 5/2021 Act that transposed the SRD II has amended some issues and detailed others.

900. Firstly, the Act introduces, with respect to the remuneration of directors “in their capacity as such,” the duty to comply with the remuneration system provided for in the company’s articles and the approved remuneration policy. In this respect, an express reference is included to the obligation to establish in the remuneration policy the maximum amount of annual remuneration to be paid to all directors, as well as the criteria for its distribution according to the functions and responsibilities attributed to each of them.

901. Similarly, the remuneration of the executive functions of managing directors and other directors performing executive functions by virtue of another title must comply with the company’s articles and, in any event, with the approved remuneration policy, as well as with the contracts entered pursuant to article 249 of the LSC.

902. As regards the remuneration policy, one of the main new features introduced by the transposition Act is the need to submit it for approval by the general meeting prior to the end of the last financial year of application of the previous policy, and the meeting may determine that the new policy shall apply from the date of approval and for the following three financial years.

903. The law imposes the obligation to establish in the remuneration policy, an amount of fixed annual remuneration for directors in regards to the performance of their executive duties, and to comply with all other provisions referred to in Article 529 *novodecies* LSC, that are:

- It shall contribute to the corporate strategy and to the long-term interests and sustainability of the company and explain how they do so;
- It shall be clear and comprehensible and shall describe the different components of fixed and variable remuneration that may be granted to directors, indicating their relative proportion;

- It shall explain how the conditions of remuneration and employment of the company's employees have been taken into account in setting the remuneration policy;
- It shall set out clear, comprehensive, and varied criteria for the award of variable remuneration and identify the financial and non-financial performance criteria, explaining how they contribute to the achievement of the objectives and the methods to be applied to determine the extent to which the performance criteria have been met;
- It shall disclose any deferral period and the possibility for the company to demand repayment of variable remuneration;
- It shall specify the vesting periods for share-based remuneration as well as, where applicable, the retention of shares after vesting;
- It shall indicate the duration of contracts with directors, the applicable notice periods, the main features of supplementary pension or early retirement schemes, the conditions for termination and the payments linked to termination;
- It shall explain the decision-making process followed for its determination, review, and implementation;
- In the event of a review of the policy, describe and explain any significant changes and how votes and views received from shareholders on the policy and the annual reports have been taken into account since the date of the most recent vote on the remuneration policy.

904. Finally, it has stated how companies may apply temporary exceptions to the remuneration policy, provided that it sets out the procedure and the conditions under which such exceptions may be used and specifies the components of the policy that may be subject to exception. In this regard, exceptional circumstances shall only cover situations where an exception to the remuneration policy is necessary to serve the long-term interests and sustainability of the company as a whole or to ensure its viability.

Sous-section 4. – Italie

Eugenio BARCELLONA

Professeur, Università del Piemonte Orientale « Amedeo Avogadro »

Andrea SAGLIETTI

L.L.M., avocat en Italie et Allemagne

§ 1. Les caractéristiques du droit italien et la logique sous-jacente

905. Les caractéristiques du droit italien concernant les compétences de l'assemblée générale en matière de rémunération des administrateurs peuvent être résumées comme suit : (1) la politique de rémunération est soumise au vote *contraignant* des actionnaires (175) ; (2) les destinataires de la politique de rémunération et du rapport sur les rémunérations comprennent également les cadres ayant des responsabilités stratégiques (*top managers*) (176) ; (3) l'indication des règles de procédure en vertu desquelles il est possible de déroger exceptionnellement à la politique de rémunération se limite à la simple référence aux procédures internes relatives aux transactions avec les parties liées, sans qu'il soit nécessaire de recourir à d'autres *policies* internes *ad hoc* (177) ; (4) le législateur italien n'a pas fait usage de la possibilité de permettre aux petites et moyennes entreprises de soumettre le rapport sur la rémunération à une simple discussion en assemblée générale sans vote (178), en tenant pour acquis (i) que la plupart des sociétés italiennes cotées relèveraient de la catégorie des petites et moyennes entreprises (179) et (ii) que la « pratique concrète de l'assemblée [...] voit la majorité des actionnaires exprimer leur vote par procuration et à l'avance, plutôt que

(175) Art. 123ter, al. 3bis, du décret législatif n° 58 du 24 février 1998, texte consolidé des dispositions relatives à l'intermédiation financière, ci-après dénommé « Tuf ».

(176) Art. 123ter, al. 3, a), et al. 4, Tuf, conformément aux dispositions de l'art. 2, i, pt iii), de la directive 2007/36/CE, ci-après dénommée la « directive ».

(177) Art. 84quater, al. 2bis, c, du règlement d'application du décret législatif du 24 février 1998, n° 58, concernant la réglementation des émetteurs, ci-après la « réglementation des émetteurs » ; cette indication expresse est requise par l'art. 3bis, § 4, de la directive.

(178) Option permise par l'art. 9ter, § 4, al. 2, de la directive.

(179) E. MARTINO et A. PACCES, « Shareholders Right Directive II : the Italian Implementation », *RTDF*, 2020, p. 51.

d'assister physiquement à l'assemblée. Par conséquent, l'absence de vote les aurait empêchés d'exprimer leur désaccord sur la mise en œuvre de la politique de rémunération » (180).

906. L'attribution d'un pouvoir de *voice* spécifique aux actionnaires en matière de rémunération des administrateurs (ou *say on pay*) s'inscrit, en droit italien, dans un contexte réglementaire plus large, caractérisé par une multiplicité de dispositions visant à atténuer les risques découlant du conflit d'intérêts structurel dans lequel se trouvent les administrateurs en ce qui concerne la détermination de leur rémunération. Ce contexte réglementaire peut être décrit comme suit :

- compétence exclusive de l'assemblée ordinaire en matière de détermination de la rémunération de base des administrateurs lors de leur nomination (181), étant entendu que, la rémunération des administrateurs investis de mandats particuliers (tels que, par exemple, le *chief executive officer*, le *chief financial officer*, le *chief operating officer*, etc.) relève, en revanche, de l'organe d'administration qui est tenu de recueillir l'avis purement consultatif du collège des commissaires aux comptes (182) ;
- possibilité de prévoir dans les statuts un plafond maximum pour la rémunération de tous les administrateurs, y compris ceux investis de mandats particuliers (183) ;
- approbation par l'assemblée générale des plans de rémunération basés sur des instruments financiers (184) ;
- mise en place d'un comité des rémunérations au sein du conseil d'administration, composé uniquement d'administrateurs non exécutifs, majoritairement indépendants et présidé par un administrateur indépendant (185) ;

(180) Voy. le rapport explicatif du décret législatif n° 49 du 10 mai 2019, pp. 7 et s.

(181) Le droit italien des sociétés par actions comporte trois systèmes de direction et de contrôle : (i) traditionnel, (ii) dualiste et (iii) moniste. Le premier et le troisième sont les modèles dits à *un niveau* (*one-tier models*), dans lesquels la nomination des administrateurs et l'approbation des comptes relèvent de la compétence de l'assemblée générale des actionnaires ; le second fait partie des modèles à *deux niveaux* (*two-tier models*), dans lesquels la nomination des administrateurs et l'arrêté des comptes incombent au conseil de surveillance. Le système traditionnel, applicable par défaut, est le plus répandu dans la pratique. Pour ces raisons et pour des raisons de clarté, les considérations suivantes se réfèrent exclusivement à ce système.

(182) Art. 2389, al. 1 et 3, C. civ., principes déjà présents dans notre système depuis 1942.

(183) Art. 2389, al. 3, C. civ., disposition introduite en 2003.

(184) Art. 114*bis*, Tuf, introduit en 2005.

(185) Art. 5 code de *corporate governance*, dans sa version de janvier 2020. La constitution d'un comité de rémunération était déjà prévue par l'art. 5.4.2 du code Autodiscipline de Borsa Italiana SpA dans la version d'octobre 1999.

- mise en place de principes de bonne politique de rémunération dans les sociétés cotées et les sociétés financières (186).

907. Cela dit, avant de commenter de manière analytique certains des principaux choix législatifs du législateur italien concernant le *say on pay*, il semble opportun de s'arrêter brièvement sur la logique qui sous-tend le dispositif et sa fonction. Plus précisément, il s'agit de comprendre pourquoi le législateur européen a choisi de privilégier le recours au *say on pay* par rapport à d'autres correctifs possibles (comme, par exemple, le renforcement des comités de rémunération, l'approbation des plans de *stock-options*, l'introduction d'une réserve de compétence en faveur des actionnaires minoritaires selon le mécanisme de *whitewash*, la mise en place de principes de saine politique de rémunération) ; pourquoi le législateur italien a décidé de transposer la directive 2007/36/CE (ci-après la « directive ») en adhérant à la version plus stricte du *say on pay* (c'est-à-dire : vote *contraignant* des actionnaires sur la politique de rémunération) ; et dans quelles conditions ces choix sont compatibles avec les caractéristiques du système juridique italien.

908. Or les réflexions de *law and economics* conduisent à penser que le *say on pay* ne représente un correctif efficace au risque que les administrateurs adoptent des systèmes de rémunération à leur avantage et au détriment des actionnaires que dans les *sociétés à actionnariat dispersé* (187). Les mêmes réflexions conduisent à admettre que, là où il y a plutôt un actionnaire de contrôle capable d'exercer un contrôle effectif sur les administrateurs, « le *say on pay* peut être moins important comme moyen de mobiliser l'opposition des actionnaires contre les hauts niveaux de rémunération des administrateurs » (188). En d'autres termes, le *say on pay* fonctionnerait comme un instrument de *persuasion morale*, visant à inciter les actionnaires à surveiller plus intensément les administrateurs. Là où, cependant, un tel contrôle est déjà structurellement présent et actif (c'est-à-dire dans les entreprises à actionnariat concentré), le *say on pay* aurait peu de valeur ajoutée. Or, l'Italie est historiquement un pays caractérisé par une forte concentration de l'actionnariat : toujours en 2019, l'actionnaire majoritaire détenait

(186) Les premiers (les principes de bonne politique de rémunération dans les sociétés cotées) sont prévus par le code de *corporate governance* dès 2010 et les seconds (les principes de bonne politique de rémunération dans les sociétés financières) sont prévus par la réglementation sectorielle à partir de 2011 ; pour plus de détails M. CAMPOBASSO, « I compensi degli amministratori di società quotate : l'esperienza italiana », *Rivista delle società*, 2011, p. 702.

(187) R. THOMAS et C. VAN DER ELST, « Say on Pay Around the World », *Washington University Law Review*, 2015, p. 653.

(188) *Ibid.*, p. 712.

en moyenne 48,3 % du capital (189). Une vaste étude au titre emblématique « *Say on pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy* », menée quelques années après l'introduction en Italie de la version « légère » du *say on pay* (c'est-à-dire : vote *non contraignant* des actionnaires sur la politique de rémunération), semblerait confirmer la faible valeur ajoutée de cette disposition (190). En effet, le désaccord exprimé par les actionnaires sur les politiques de rémunération s'est avéré être (i) une variable quasi indépendante des *performances* de la société et (ii) négativement corrélé au degré de concentration des structures actionnariales, ce dernier élément démontrerait – dans les conclusions auxquelles parviennent les auteurs de l'étude – l'existence structurelle de « *reduced agency costs in controlled firms* » (191). Cette conclusion semble vaciller au regard de données plus récentes, datant de 2019, qui mettent en lumière le désaccord des investisseurs institutionnels « plus limité dans les sociétés à actionnariat dispersé (15,9 % de leurs actions, contre 38,8 à 52,4 % dans des sociétés soumises à un contrôle de droit ou de fait ou par pactes d'actionnaires) » (192). Cette circonstance a conduit les commentateurs à émettre l'hypothèse que le *say on pay* agit comme un levier de négociation entre les mains des investisseurs institutionnels, puisque « là où les administrateurs ne sont pas protégés par un actionnaire ou par une coalition de contrôle, ils doivent décider à l'avance les politiques de rémunération en fonction des attentes [...] des investisseurs institutionnels » (193). Même dans ce cas, cependant, les preuves empiriques et les conclusions que nous croyons pouvoir en tirer ne permettent pas de construire une démonstration claire en faveur de l'efficacité du *say on pay* dans les sociétés à actionnariat concentré (en fait, il semblerait que le contraire soit vrai). Plus intéressantes, mais non décisives, sont les thèses de la partie de la littérature économique qui soutient que le *say on pay* représente une sorte de « mécanisme d'assurance » en faveur des actionnaires minoritaires, avec des effets positifs conséquents en termes de réduction du risque d'investissement (194).

(189) F. GHEZZI, C. MOSCA et P. MARCHETTI, « Struttura e governance delle società quotate in Italia: commenti a margine del Rapporto Consob e di alcune analisi empiriche », *Rivista delle società*, 2020, p. 872.

(190) M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA et V. NOVEMBRE, « Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy », Working paper Consob n° 76, février 2014.

(191) *Ibid.*, p. 31.

(192) F. GHEZZI, C. MOSCA et P. MARCHETTI, « Struttura e governance delle società quotate in Italia: commenti a margine del Rapporto Consob e di alcune analisi empiriche », *op. cit.*, p. 876.

(193) *Ibid.*

(194) F. ZONA, *Teorie e metodologie di analisi della remunerazione dei manager con responsabilità strategiche*, Milan, Egea, 2015, p. 186.

L'argument est intéressant, car il est valable pour les sociétés à actionnariat concentré. Toutefois, il n'apparaît pas décisif, puisque, pour réduire le risque d'investissement, une simple obligation de divulgation de la politique de rémunération devrait suffire ; un vote des actionnaires à cet égard ne représente aucune valeur ajoutée (le point de référence étant celui de la réduction du risque d'investissement).

909. En effet, la question centrale semble être la suivante : dans quelle mesure le droit peut accepter que les actionnaires tolèrent la captation de bénéfices privés (= en termes de rémunération plus élevée) par les administrateurs ? La réponse paraît simple : tant que les performances de la société ne sont pas affectées par des rémunérations excessives, ou, plus précisément, tant que l'équilibre entre (i) la contribution des administrateurs à la *wealth maximization* au profit des actionnaires et (ii) la captation des bénéfices privés sont positifs (195). L'opération d'équilibrage de ces quantités étant délicate, la mise à disposition d'un pouvoir de *persuasion morale* (le *say on pay*) au profit des actionnaires peut apparaître comme une solution de compromis satisfaisante entre des positions plus rigides (mise à disposition de paramètres de saine politique de rémunération ou fixation de plafonds maximaux) et des positions plus douces (simple *disclosure*). Cette interprétation permet de comprendre pourquoi le *say on pay* a rencontré un grand succès et un fort soutien (dont celui du législateur européen avec la directive en question) à la suite de la crise financière de 2008 : l'effondrement des *performances* de nombreuses sociétés a révélé que des rémunérations n'étaient plus justifiées (196).

910. D'un point de vue plus strictement juridique, les nouvelles dispositions relatives au *say on pay* semblent tout à fait conformes aux principes généraux du droit civil italien. La réglementation sur la politique de rémunération reprend, de fait, les grandes caractéristiques de la réglementation du contrat avec soi-même, figure singulière et extrême de conflit d'intérêt du représentant (197). Le contrat avec soi-même est,

(195) Pour une critique, voy. L. ENRIQUES, « Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal) », *European Business Organisation Law Review*, 2015, p. 8.

(196) À cela il faut ajouter le succès rencontré par la disposition du *say on pay* en droit britannique entre la fin du XX^e et le début du XXI^e siècle (voy. M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA et V. NOVEMBRE, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, op. cit., p. 11). Cependant, cette remarque semblerait moins valable pour les systèmes caractérisés par des structures de propriété concentrées, tels que ceux que l'on trouve généralement en Europe continentale.

(197) Voy. art. 1395, C. civ., disposition que la doctrine et la jurisprudence italiennes considèrent applicable sans équivoque à la représentation organique. Or, on sait que, dans les sociétés

selon la loi italienne, valable et efficace sous deux conditions alternatives : (1) l'autorisation spécifique du mandant ; ou (2) la simple prédétermination du contenu du contrat. Personne ne peut manquer de voir dans le vote contraignant de l'assemblée des actionnaires sur la politique de rémunération la réalisation de la première condition (autorisation spécifique) ou le recours à la deuxième condition (prédétermination du contenu contractuel) dans l'élaboration et la publication d'une politique de rémunération analytique (à soumettre au vote non-contraignant des actionnaires). Cela permet de poser le problème du *say on pay* non pas tant en termes de répartition des compétences entre les organes sociaux – argument avancé par d'autres systèmes juridiques (198) en faveur d'une version « légère » du *say on pay*, c'est-à-dire : vote *non contraignant* des actionnaires sur la politique de rémunération –, mais plutôt en termes de garanties et de précautions pour protéger les mandants (les actionnaires) dans un contexte de conflit d'intérêts structurel des mandataires (les administrateurs) (199). L'alternative et, par conséquent, l'égalité des deux conditions (autorisation et prédétermination) témoigne du fait que l'une et l'autre ont été considérées comme des garanties en elles-mêmes suffisantes pour protéger les intérêts des mandants. Dans cette perspective, même un vote *non contraignant* des actionnaires sur la politique de rémunération aurait pu représenter une solution cohérente pour le droit italien.

911. En résumé, il y a deux clés pour comprendre le mécanisme du *say on pay* établi par les législations européennes et par la loi de transposition italienne : la transparence de l'information et l'implication des actionnaires, qui sera plus ou moins intense selon que l'on envisage ou non un vote contraignant ou non sur la politique de rémunération. Le législateur italien a suivi aveuglément l'orientation du législateur de l'unité européenne en faveur d'une forte implication des membres (vote contraignant).

par actions, la règle ne trouve – sous certaines conditions – une application *directe* que dans les cas de l'administrateur unique ou de l'administrateur délégué (F. BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milan, Giuffrè, 1985, pp. 34 et s.). Ceci n'est pas pertinent pour notre propos. Dans le texte, on regarde les principes généraux (droit civil et droit commercial) qui inspirent la matière.

(198) Voy. en particulier le cas de l'Allemagne.

(199) Cependant, la différence en termes de conséquences juridiques découlant de la violation de ces garanties est significative : alors que le droit civil permet la résiliation du contrat (à l'initiative du mandant uniquement) et, par conséquent, la restitution des rémunérations relatives aux services mal exécutés, le droit des sociétés résultant de la transposition de la directive, dans le respect du principe de stabilité des relations antérieures, nie la possibilité d'une restitution pour de services déjà effectués et renvoie, en dernier recours, aux pratiques antérieurement en vigueur.

§ 2. Le droit italien avant la transposition de la directive (UE) 2017/828

912. Avant la transposition de la directive (UE) 2017/828, le droit italien suivait une approche principalement orientée vers la transparence en matière de rémunération des administrateurs. L'implication des actionnaires était en revanche un élément secondaire.

913. En 1998, la législation réglementaire a introduit l'obligation (aujourd'hui disparue) d'indiquer dans l'annexe des états financiers les rémunérations versées aux administrateurs, aux commissaires aux comptes, à l'administrateur délégué à quelque titre et sous quelque forme que ce soit, y compris par les filiales (200).

914. En 2010, le législateur, prenant acte de trois recommandations de la Commission européenne de 2004, 2005 et 2009, a imposé aux sociétés par actions cotées de publier un rapport sur les rémunérations (201). Il devait être divisé en deux sections : la première, relative à la politique de rémunération de l'entreprise, était soumise *annuellement* au vote *non contraignant* des actionnaires ; la seconde, sur les rémunérations versées, était une sorte de rapport, non soumis à aucune résolution des actionnaires. Le vote *contraignant* des actionnaires sur la politique de rémunération n'a ensuite été introduit que pour les sociétés financières (banques et assurances) (202).

915. Une vaste étude menée peu après la mise en place du *say on pay* a mis en évidence que le désaccord exprimé par les actionnaires dans les sociétés financières, où le vote sur la politique de rémunération est contraignant, était moins fréquent que le désaccord exprimé par les actionnaires dans les sociétés non financières cotées où le vote n'était pas contraignant (203). De là, a été tirée la conclusion que le vote contraignant constituait un élément de plus grande rigidité, conduisant les actionnaires à être plus prudents dans leurs *dissenting opinions* (204).

(200) Art. 78, al. 1, du règlement des émetteurs, abrogé en 2011.

(201) Art. 123^{ter} Tuf.

(202) Voy. la circulaire n° 285 du 17 décembre 2013 de la Banque d'Italie et le règlement n° 38 IVASS du 3 juillet 2018.

(203) M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA et V. NOVEMBRE, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, *op. cit.*

(204) *Ibid.*, p. 32.

916. Depuis plus de dix ans d'application de la version « légère » du *say on pay* (vote *non contraignant* sur la politique de rémunération), les cas de non-approbation du premier volet du rapport sur les rémunérations sont rares. Elles sont davantage dues à des situations de fort conflit au sein de l'actionnariat et qu'aux mérites de la politique de rémunération. Concernant le désaccord des investisseurs institutionnels, il semble difficile de dégager une tendance claire (205) : si l'on considère l'ensemble des sociétés cotées italiennes, on constate une *hausse* du désaccord (qui passe de 32,6 % en 2012 à 43,9 % en 2019). En revanche, si l'on examine les quarante premières sociétés italiennes cotées – où la présence d'investisseurs institutionnels est plus importante –, on constate une *baisse* du désaccord (qui passe de 38,6 % en 2012 à 36,5 % en 2019) (206).

§ 3. Le droit italien après la transposition de la directive (UE) 2017/828

917. Avec la mise en œuvre de la directive (UE) 2017/828, l'implication des actionnaires dans les décisions relatives à la rémunération des administrateurs est renforcée. Voici les principaux changements par rapport à la réglementation antérieure : (1) la nature du vote des actionnaires sur la politique de rémunération devient contraignante (207) ; (2) la fréquence de vote sur la politique de rémunération est portée d'un an à trois ans (208) « afin de permettre aux sociétés de développer des politiques de rémunération sur un horizon plus large » (209) ; (3) le rapport sur la rémunération versée est soumis au vote consultatif et non contraignant des actionnaires (210) ; (4) la politique de rémunération doit aujourd'hui fournir des informations sur sa cohérence au regard des objectifs de durabilité à long terme et des critères retenus à cet effet. Elle doit aussi définir les conditions de procédure et de fond permettant à la société de déroger exceptionnellement à cette politique,

(205) Les données suivantes sont extraites du *Report on corporate governance of Italian listed companies*, publié par la Consob en février 2021.

(206) S. BRUNO et F. BIANCONI, « Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive », *Rivista delle società*, 2014, p. 1294. Ces auteurs notent qu'en 2014, les principaux problèmes soulevés par les investisseurs institutionnels concernaient « le niveau des indemnités de départ et le manque de transparence dans la définition des plans d'intéressement variable ».

(207) Art. 123ter, al. 3 ter, Tuf.

(208) Art. 123ter, al. 3 bis, Tuf.

(209) Rapport explicatif du décret législatif n° 49 du 10 mai 2019, p. 7.

(210) Art. 123ter, al. 6, Tuf.

étant entendu que, d'un point de vue procédural, une référence aux *policies* internes concernant les transactions avec des parties liées sera suffisante (211).

918. Données en main (212), les craintes de ceux qui pensaient que l'introduction du vote contraignant sur la politique de rémunération dissuaderait les investisseurs institutionnels d'exprimer leur désaccord semblent se confirmer : en 2020, en effet, on observe une diminution des désaccords, aussi bien dans l'ensemble des sociétés italiennes cotées (de 43,9 % en 2019 à 38 % en 2020), que dans les quarante premières sociétés cotées (de 36,5 % en 2019 à 30,2 % en 2020).

919. Cela dit, deux séries de questions ont été essentiellement soulevées dans la littérature juridique en rapport avec ces nouvelles dispositions.

920. Premièrement : la coordination entre la politique de rémunération et les plans de rémunération à base de *stock-options*, sous trois égards : (1) la relation entre les approbations respectives des assemblées générales ; (2) les conséquences d'un manque d'approbation ; (3) la possibilité de dérogations (213). Concernant le premier point, le législateur de 2019 semble tenter de coordonner les réglementations, en prévoyant que les plans de rémunération doivent être rattachés à la politique de rémunération (214). Cependant, il n'en demeure pas moins qu'il s'agit formellement de deux résolutions distinctes et, bien que lointain, le risque de décisions contradictoires subsiste. Ce constat nous amène au deuxième point : si le défaut d'approbation de la politique de rémunération permet à l'entreprise de verser une rémunération

(211) Art. 123ter, al. 3bis, Tuf. D'autres indications détaillées qui reprennent le texte de la directive sont contenues dans l'art. 84quater, du règlement des émetteurs. Parmi les modifications mineures, notons : (5) les membres des organes de contrôle sont également inclus parmi les destinataires du rapport sur la rémunération – ceci conformément à la définition large de l'« administrateur » contenue à l'art. 2, i), point i), de la directive, qui inclut parmi les bénéficiaires les membres des organes de surveillance, ce qui n'est toutefois pas pleinement conforme aux principes traditionnels du droit italien en matière de rémunération des membres des organes de contrôle, à déterminer « par l'assemblée générale des actionnaires lors de leur nomination pour toute la durée de leur mandat » (art. 2402 C. civ.) ; (6) la deuxième section doit également indiquer les rémunérations versées aux membres des organes d'administration et de contrôle et aux *top managers* des sociétés associées, ou des sociétés « sur lesquelles une autre société exerce une influence notable », où « l'influence est présumée quand au moins un cinquième des voix peut être exercé en assemblée ordinaire ou un dixième si la société a des actions cotées sur des marchés réglementés » (art. 2359, al. 2, C. civ.).

(212) Les données suivantes sont extraites du *Report on corporate governance of Italian listed companies*, publié par la Consob en février 2021.

(213) E. MARTINO et A. PACCES, « Shareholders Right Directive II : the Italian Implementation », *op. cit.*, pp. 49 et s.

(214) Art. 123ter, al. 5, Tuf.

conformément à la dernière politique de rémunération approuvée ou, à défaut, conformément aux pratiques existant au sein de la société, le défaut d'approbation des plans de rémunération rend impossible le paiement des instruments financiers couverts par les plans (215). Enfin, concernant le troisième point, s'il est possible de déroger à la politique de rémunération dans des cas exceptionnels, les dérogations ne sont en revanche pas autorisées en matière de plans de rémunération, pas même en cas de circonstances exceptionnelles.

921. Deuxièmement : l'instauration du vote contraignant des actionnaires sur la politique de rémunération a conduit une partie de la doctrine à réévaluer le rôle de l'assemblée dans les rapports avec l'organe d'administration, théorisant une sorte de retour à la souveraineté de l'assemblée dans l'organisation des pouvoirs internes de la société (216). En vérité, il ne semble pas que cette nouvelle compétence traduise une réduction du modèle managérial des sociétés par actions choisi par le législateur italien avec la loi sur les sociétés de capitaux de 2003. La prééminence dans la gestion de l'organe d'administration ne semble pas remise en cause. La nouveauté semble plutôt s'inscrire dans le contexte de la remise en question déjà soulignée de la fonction de l'assemblée face à l'importance reconnue à cette catégorie particulière d'actionnaires que sont les investisseurs institutionnels : ils ne voient pas l'assemblée comme un organe pour exprimer la volonté de la société (ils n'ont généralement pas d'intérêt pour les leviers de contrôle traditionnels, et notamment pour la nomination des administrateurs) ; les investisseurs institutionnels considèrent plutôt l'assemblée comme le lieu de suivi du *management de la manière la plus transparente possible pour le marché*. Le vote contraignant des actionnaires sur la politique de rémunération ne va donc pas dans le sens d'une nouvelle souveraineté de l'assemblée générale, mais dans celle d'un *re-styling* de celle-ci, en termes de lieu d'information et de contrôle du travail des administrateurs.

922. Une dernière observation. Le Code italien de *corporate governance* recommande que « la rémunération des administrateurs [soit] définie en tenant compte des pratiques de rémunération répandues

(215) En ce sens : E. MARTINO et A. PACCES, « Shareholders Right Directive II : the Italian Implementation », *op. cit.*, p. 50.

(216) E. CODAZZI, « Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori : la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay" », *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, n° 2, p. 1, qui écrit avant l'établissement de la directive (UE) 2017/828 et de la législation italienne de transposition, mais fait déjà référence à la proposition de directive, qui n'a pas été modifiée sur ce point.

dans les secteurs de référence et pour les entreprises de taille similaire » (217). Cette pratique de *benchmarking* répandue (et même préconisée) est considérée par la littérature économique comme le principal obstacle à un système efficace de *say on pay* (218) : l'activité de *benchmarking* confirme en effet inévitablement ce qui existe, tandis que le *say on pay*, en tant qu'instrument de dénonciation et de *persuasion morale*, aspire à changer, afin d'aboutir à des politiques de rémunération toujours plus efficaces.

Conclusion

923. La mise en œuvre de la directive ne devrait pas avoir d'effet perturbateur sur le système juridique italien concernant la rémunération des administrateurs. Au contraire, on s'attend à ce que l'approche analytique avec laquelle le contenu de la politique de rémunération et du rapport sur la rémunération est décrit puisse conduire à une normalisation progressive des méthodes de *reporting* en Europe, avec une orientation consécutive du système juridique italien vers un alignement toujours plus important sur les *best practices* internationales – dont les sociétés italiennes cotées semblent encore bien éloignées, d'après une analyse récente (219).

924. *De lege ferenda*, on peut se demander si l'implication accrue des actionnaires en matière de rémunération des administrateurs est vouée à aller jusqu'à l'introduction d'un mécanisme de *whitewash* (c'est-à-dire un vote contraignant des minorités indépendantes) (220). L'argument traditionnel contre cette implication accrue, fondé sur la présence d'importantes asymétries d'information et sur le manque de « professionnalisme » des actionnaires, semblerait ne pas prendre en compte le poids croissant des investisseurs institutionnels, même dans des contextes de structures actionnariales très concentrée.

(217) Recommandation n° 25.

(218) R. THOMAS et C. VAN DER ELST, « Say on Pay Around the World », *op. cit.*, p. 730 : « *Since the practice of benchmarking is widely acknowledged to "ratchet up" the level of executive compensation, we should not expect the growth of executive pay levels to slow until an alternative method of setting up pay is adopted. In other words, even binding Say on Pay by itself is unlikely to stop the growth of executive compensation* ».

(219) A. GUIDA, « Il say on pay in Italia : alcune riflessioni in vista del recepimento della direttiva SRD II », *Corporate Governance and Research & Development Studies*, supplément au n° 1-2019, p. 76.

(220) Approuvé par S. BRUNO et F. BIANCONI, « Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori : procedura, risultati, prospettive », *op. cit.*, pp. 1305 et s.

Sous-section 5. – Luxembourg

Isabelle CORBISIER

Professeure ordinaire, Université du Luxembourg

Jean-Paul SPANG

Avocat au barreau de Luxembourg

Chargé de cours associé, Université du Luxembourg

925. Pour rappel, dans le cadre de notre présentation nous nous référerons à la directive « droits des actionnaires » (« SRD »), laquelle sera parfois évoquée dans sa version originelle (*infra* : « SRD I ») ou dans sa version modifiée (« SRD II »), telle qu'elle a été transposée au Luxembourg par la loi du 24 mai 2011 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires aux assemblées générales des sociétés cotées telle que modifiée par la suite (221). Nous nous référerons à la législation luxembourgeoise par l'appellation abrégée de « L. 24/5/2011 » (222).

926. Article 9bis SRD (Droit de voter sur la politique de rémunération). Cet article de la directive est transposé à l'article 7bis L. 24/5/2011. La disposition luxembourgeoise transpose quasiment mot à

(221) La directive originelle (SRD I) a été transposée par la loi du 24 mai 2011 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires aux assemblées générales des sociétés cotées, laquelle a par la suite été modifiée à deux reprises : par la loi du 18 décembre 2015 relative à la défaillance des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement (transposition de la directive 2014/59 : voy. la version consolidée de la directive SRD) et par la loi du 1^{er} août 2019 modifiant la loi modifiée du 24 mai 2011 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires aux assemblées générales de sociétés cotées aux fins de transposer la directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (transposant la directive SRD II). Voy. le lien suivant pour l'accès à la législation luxembourgeoise évoquée et ses modifications : <http://data.legilux.public.lu/eli/etat/leg/loi/2011/05/24/n2/jo>. On trouvera une version consolidée (officieuse) de la L. 24/5/2011 : <https://www.elvingerhoss.lu/publications/loi-du-10-aout-1915-concernant-les-societes-commerciales-en-vigueur-au-3-mai-2022> (consolidation au 3 mai 2022 des principaux textes légaux relatifs aux sociétés commerciales ; faire une recherche dans ce recueil aux fins d'y retrouver le texte consolidé). Enfin les travaux préparatoires des diverses législations luxembourgeoises peuvent être consultés sur le site de la Chambre des députés, www.chd.lu (cliquez sur l'onglet « Travail à la chambre », ensuite « archives » et introduisez le numéro de dossier législatif dans la boîte de recherche. Pour la transposition de SRD I ce numéro est 6128 et pour la transposition de SRD II le numéro est 7402).

(222) Chaque référence à la L. 24/5/2011 sera entendue ici comme incluant les modifications résultant de la loi, précitée, du 1^{er} août 2019 transposant la directive SRD II.

mot la directive en ce qui concerne ses paragraphes 1, 4 (223), 5, 6 et 7. L'originalité (limitée) de la règle luxembourgeoise est qu'elle renverse la perspective de la directive : alors que cette dernière prévoit le caractère en principe contraignant du vote de l'assemblée sur la politique de rémunération (paragraphe 2 de l'article 9 SRD) avec néanmoins l'option ouverte aux États membres de rendre ce vote consultatif (paragraphe 3), l'article 7*bis* L. 24/5/2011 pose en principe le caractère consultatif du vote de l'assemblée (paragraphe 2) avec cependant la possibilité ouverte aux statuts de prévoir un caractère contraignant pour ce vote (paragraphe 3) (224).

927. Article 9*ter* SRD (Informations à fournir dans le rapport sur la rémunération et droit de voter sur le rapport sur la rémunération). Transposition à l'article 7*ter* L. 24/5/2011. Ici encore la disposition luxembourgeoise transpose quasiment mot pour mot les règles tirées de la directive. Deux options sont cependant ouvertes par l'article 9*ter* SRD :

- l'article 9*ter*, paragraphe 3, alinéa 3, SRD prévoit que : « Les États membres peuvent prévoir, par la loi, le traitement des données à caractère personnel des dirigeants à d'autres fins ». Le Luxembourg n'a pas exercé cette option, orientation cohérente avec celle également prise sur la même question dans le cadre du traitement de la problématique d'identification des actionnaires (*supra*, n° 429) ;
- l'article 9*ter*, paragraphe 4, alinéa 2, SRD permet aux États membres de ne pas assujettir les petites et moyennes entreprises à un vote sur le rapport de rémunération pour y substituer une discussion à l'assemblée générale annuelle. Cette option est exercée par le législateur luxembourgeois au paragraphe 4, alinéa 2, de l'article 7*ter* L. 24/5/2011 (225).

(223) Le Luxembourg lève l'option permettant de déroger temporairement à la politique de rémunération en présence de circonstances exceptionnelles.

(224) Voy. les commentaires de C. CATHIARD, « La loi luxembourgeoise de transposition de la nouvelle directive européenne 'Droits des actionnaires' », *op. cit.*, pp. 15 et 16. Voy. en outre V. WOESTMANN, « Say on Pay under the Updated Luxembourg Shareholder Rights Law », *Revue pratique de droit des affaires (RPDA)*, 2019, n° 5, pp. 1 et s.

(225) Voy. le commentaire de C. CATHIARD, « La loi luxembourgeoise de transposition de la nouvelle directive européenne 'Droits des actionnaires' », *op. cit.*, p. 15.

928. Conclusion. Sous réserve des nuances qui ont été formulées, on peut conclure que dans sa transposition des directives SRD I et SRD II le législateur luxembourgeois est demeuré fidèle à son approche « toute la directive mais rien que la directive » et, par conséquent, à une approche libérale qui l'a amené, en règle générale, à tirer parti des options qui lui étaient ouvertes en vue d'alléger au maximum le poids administratif suscité par l'introduction de cette réglementation tout en demeurant dans la ligne du respect de ses obligations européennes. Ce choix n'a parfois pas été sans laisser demeurer certaines incertitudes mais celles-ci ne sont pas l'apanage du législateur luxembourgeois comme en témoigne, par exemple la notion d'actionnaire, cruciale mais que le législateur européen a abandonnée aux législateurs nationaux, ce qui n'aide pas nécessairement à l'appréhension de la notion ni à une approche harmonisée de la question.