HAL
open science

La rémunération des dirigeants sociaux.

Ammar Sharkatli

To cite this version:

Ammar Sharkatli. La rémunération des dirigeants sociaux.. Droit. Université du Droit et de la Santé - Lille II, 2015. Français. NNT : 2015LIL20016 . tel-01618649

HAL Id: tel-01618649

https://theses.hal.science/tel-01618649

Submitted on 18 Oct 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

N° attribué par la bibliothèque
__|__|__|__|__|__|__|__|__|__|

PRES Université Lille Nord de France
Thèse délivrée par
L'Université Lille 2 – Droit et Santé

THÈSE

Pour obtenir le grade de Docteur en Droit

Présentée et soutenue publiquement par

Ammar Sharkatli

Le 30 novembre 2015

La rémunération des dirigeants sociaux

Directeur de thèse :

Madame Sophie SCHILLER, Professeur à l'Université Paris-Dauphine

Membres du jury :

Madame Véronique MAGNIER, Professeur à l'Université Paris-Sud (rapporteur)

Monsieur Jean-Marc MOULIN, Professeur à l'Université de Perpignan (rapporteur)

Madame Édith BLARY-CLÉMENT, Professeur à l'Université Lille II

L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse qui doivent être considérées comme propres à leur auteur.

À la mémoire de mon père

Mes remerciements vont d'abord à Madame Sophie SCHILLER,
pour sa confiance, sa patience et son soutien, qui m'ont permis de mener à terme
ce travail de thèse.

Je dois une dette toute particulière à l'égard de Jean-Christophe DUHAMEL,
à qui j'aimerais bien savoir rendre autant de générosité et autant d'attention.

Je souhaite également remercier l'ensemble de l'équipe du bureau
des doctorants R2-27B, en particulier Karine, Gaëlle et Mathilde,
qui m'ont fait l'amitié de relire tout ou partie de ce travail.

Ma reconnaissance va enfin vers mon épouse, Alaa,
sans qui rien ne serait possible du tout.

LISTE DES ABREVIATIONS

AGE	Assemblée générale extraordinaire
Actes prat. ing. sociétaire	Actes pratiques & ingénierie sociétaire
AFEP	Association française des entreprises privées
al.	alinéa
AMF	Autorité des marchés financiers
ANSA	Association nationale des sociétés par actions
Art.	Article
Art. préc.	Article précité
Bull. civ.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation (chambres civiles)
Bull. COB	Bulletin mensuel de la COB
Bull. crim.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation (chambre criminelle)
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse et produits financiers
Bull. Joly Sociétés	Bulletin Joly Sociétés
C. civ.	Code civil
C. com	Code de commerce
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
CA	Cour d'appel
Cah. dr. entr.	Cahiers de droit de l'entreprise
C. cass.	Cour de cassation
Cass. req.	Cour de cassation (chambre des requêtes)
CCIP	Chambre de commerce et d'industrie de Paris
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
CMF	Conseil des marchés financiers
CNCC	Conseil national des commissaires aux comptes
COB	Commission des opérations de bourse
Comm.	Commentaire
CSB	Les Cahiers sociaux
D.	Recueil Dalloz
D. aff.	Dalloz Affaires
Defrénois	Répertoire du notariat Defrénois
Dir.	Sous la direction
DJ&F	Décideurs Juridiques et Financiers

D.P.	Recueil périodique et critique Dalloz (avant 1941)
Dr. et patrimoine	Droit et patrimoine
Dr. pén.	Droit pénal
EDED	L'essentiel droit des entreprises en difficulté
EDCO	Revue Droit des contrats
ESMA	European Securities and Markets Authority
Gaz. Pal.	La Gazette du Palais
IFA	Institut Français des Administrateurs
J.-Cl Banque-Crédit-Bourse	Juris-Classeur (Encyclopédie), Crédit-Bourse
J.-Cl. Sociétés	Juris-Classeur (Encyclopédie), Sociétés
JCP CI	Juris-Classeur périodique, (semaine juridique), commerce et industrie
JCP E	Juris-Classeur périodique, (semaine juridique), édition entreprise
JCP G	Juris-Classeur périodique, (semaine juridique), édition générale
JCP N	Juris-Classeur périodique, (semaine juridique), édition notariale
JCP S	Juris-Classeur périodique, (semaine juridique), édition sociale
JO Sénat Q	Journal officiel (Questions réponses) Sénat
JOAN Q.	Journal officiel (Questions réponses) Assemblée nationale
JORF	Journal officiel de la République française (Lois et décrets)
JOUE	Journal officiel de l'Union européenne
Journ. Sociétés	Journal spécial des sociétés
L.G.D.J	Librairie générale de droit et de jurisprudence
LPA	Les Petites Affiches
MEDEF	Mouvement des entreprises de France
NRE	Nouvelles régulations économiques
obs.	Observations
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
op. cit.	*opere citato*
OPA	Offre publique d'achat
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
p.	Page
préc.	Précité
PUAM	Presses universitaires d'Aix-Marseille
RD bancaire et fin.	Revue de droit bancaire et financier
RDAI	Revue de droit des affaires internationales

RDC	Revue des contrats
Règl.	Règlement
Règl. Gal. AMF	Règlement général de l'AMF
Rép. civ.	Répertoire de droit civil Dalloz
Rép. min.	Réponse ministérielle
Rép. sociétés	Répertoire de droit commercial et des sociétés Dalloz
RFAP	Revue française d'administration publique
Resp. civ. et assur	Revue Responsabilité civile et assurances
Rev. Lamy dr. aff.	Revue Lamy droit des affaires
Rev. sociétés	Revue des sociétés
RFG	Revue française de gestion
RGDA	Revue générale du droit des assurances
RID comp.	Revue internationale de droit comparé
RIDE	Revue internationale de droit économique
RJ com.	Revue de jurisprudence commerciale
RJEP	Revue Juridique de l'Économie Publique
RJDA	Revue de jurisprudence de droit des affaires
RTD. civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD. com	Revue trimestrielle de droit commercial
RTDF	Revue trimestrielle de droit financier
S.	Sirey
s.	et suivants
SA	Société anonyme
SARL	Société à respnsabilité limitée
SEC	Securities and Exchange Commission
SNC	Société en nom collectif
SCI	Société civile immobilière
spéc.	Spécialement
t.	tome
V.	Voir

SOMMAIRE

PARTIE 1 : LES LIMITES DU DROIT DUR EN MATIÈRE DE RÉMUNÉRATIONS EXCESSIVES

TITRE -1- L'APPROCHE PRÉTORIENNE DE L'EXCÈS

CHAPITRE -1- L'appréciation du caractère excessif de la rémunération des dirigeants

CHAPITRE -2- Les sanctions de la rémunération excessive

TITRE -2- L'APPROCHE LÉGISLATIVE DE L'EXCÈS

CHAPITRE-1- L'amélioration des informations sur la rémunération des dirigeants

CHAPITRE-2- L'extension du champ des conventions réglementées

PARTIE 2 : LES PERSPECTIVES DU DROIT SOUPLE EN MATIÈRE DE RÉMUNÉRATIONS EXCESSIVES

TITRE -1- LE CONTENU DU DROIT SOUPLE SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

CHAPITRE -1- L'autorégulation par les mandataires sociaux

CHAPITRE -2- La régulation par l'assemblée générale des actionnaires

TITRE -2- LE CONTRÔLE DE L'APPLICATION DES RÈGLES SOUPLES

CHAPITRE -1- Un contrôle par l'information

CHAPITRE -2- Les sanctions de l'information

INTRODUCTION

1. L'argent est traditionnellement un sujet tabou en France : « *à la différence des américains, toujours ravis de claironner le niveau de leur rémunération, manifestation supposée de leur réussite sociale, les français en gardent jalousement le secret* »[1]. L'on a émis l'hypothèse que cette situation provenait d'une culture historique paysanne, dans laquelle il importait de laisser cacher son argent au risque de se le faire voler[2] ; la tradition catholique est également pour beaucoup dans cette relation délicate entretenue avec l'argent, frappé d'un manque d'honorabilité par l'Église romaine[3]. Autant d'éléments qui permettent d'expliquer la désaffection française pour un bien dont tout un chacun admettra, cependant, qu'il est très recherché[4]. D'où l'ambiguïté de la question selon certains auteurs[5]. Dans un tel contexte, l'on comprend que la question des rémunérations des dirigeants sociaux des grandes sociétés est très polémique, d'autant que l'histoire montre que ce débat se fait de plus en plus vif notamment en période de récession économique[6]. Ainsi, à la suite de la crise de 1929, les régimes de rémunération très avantageux accordés à certains dirigeants américains ont suscité l'opprobre de l'opinion publique[7]. La controverse s'est renouvelée au cours des années 80 et 90[8] avant qu'un remarquable mouvement vers l'encadrement et la transparence des

---

[1] M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 27e éd., Paris : Litec, 2014, p. 313.

[2] Y. POTIN, « La rémunération des dirigeants français », *Centre de Ressources en Économie Gestion*, 22 mars 2009, p. 1.

[3] J.-P. MOISSET, « L'argent de l'Église catholique depuis 1905 », *in* A. AGLAN, O. FEIERTAG et Y. MAREC (dir.), *Les français et l'argent : Entre fantasme et réalité*, Presse universitaire de Rennes, coll. Histoire, 2011, p. 55.

[4] P. DEMEULENAERE, « La légitimation et la dénonciation de la recherche de l'argent dans la modernité », *Arch. phil. droit* 1998, t. 42, p. 137.

[5] F. FARGO, G. BOSC, *L'argent*, Paris : SEDES, 2011, p. 8 : « *L'ambiguïté colore le rapport à l'argent. Ne reste-t-il pas, dans les pays de culture latine, un sujet plus ou moins tabou dont il est sinon indécent, du moins indiscret de parler ?* » ; V. également, J. MOSSUZ-LAVAU, *L'argent et nous*, Paris : La Martinière, 2007.

[6] R. CRÊTE, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », *Les Cahiers de droit*, vol. 45, n° 3, 2004, p. 409 : « *Durant un cycle de prospérité financière, la population conçoit aisément que les membres de la haute direction puissent bénéficier de régimes de rémunération généreux qui contribuent, en principe, à promouvoir le rendement optimal de l'entreprise au bénéfice des investisseurs et des employés. Par contre, lorsque le marché s'effondre et entraîne des pertes importantes pour les acteurs intéressés, alors que les dirigeants demeurent souvent à l'abri des effets négatifs de la débâcle, les régimes de rémunération deviennent alors un sujet de controverse qui interpelle plusieurs acteurs des milieux économiques, politiques et juridiques* ».

[7] D. VAGTS, « Challenges to executive compensation: for the markets or the courts? », *Journal of Corporation Law*, janvier 1983, vol. 8, issue 2, p. 231; L.-J. BARRIS, « The over compensation problem: a collective approach to controlling executive pay », *Indiana Law Journal*, janvier 1992, vol. 68, issue 1, p. 59.

[8] R. CRÊTE, *art. préc.*, p. 411.

rémunérations des dirigeants n'émerge tant aux États-Unis qu'en Europe, mouvement suscité par de graves crises et scandales financiers au début des années 2000[9].

2. De la transparence, une certaine modération était attendue, mais un effet contreproductif s'est produit[10] : la révélation des émoluments des dirigeants a vivement fait réagir l'opinion publique, et dans le même temps, cela a été l'occasion pour les dirigeants de se comparer et de se situer les uns par rapport aux autres[11]. Depuis, il ne s'est jamais passé plus de deux ans en France sans qu'un scandale sur la rémunération d'un dirigeant de grande entreprise cotée n'éclatât. En 2002, la publicité de l'indemnité de départ de 20 millions d'euros de l'ancien président de Vivendi faisait grand bruit, notamment parce que le groupe affichait une perte de 23,3 milliards d'euros et une baisse de 80 % de sa valeur boursière[12]. En 2005, en contrepartie de son engagement à ne pas travailler pour un concurrent, Daniel Bernard, le président de Carrefour, bénéficiait de 9,8 millions d'euros, outre les 29 millions d'euros provisionnés par le groupe pour financer sa retraite complémentaire[13]. Un an plus tard, Antoine Zacharias, devait être évincé de la tête de la société Vinci à la suite de la polémique ayant entouré la révélation de ses rémunérations[14]. De même, l'été 2009 a connu le départ de Thierry Morin de la direction de Valéo avec une somme de 3,2 millions d'euros, consécutivement à l'annonce d'une perte nette de 207 millions d'euros[15]. Plus récemment, les rémunérations attribuées à l'ancien président-directeur général d'Alcatel-Lucent, qui pourraient atteindre 8 millions d'euros, ont été jugées « *choquantes* » tant par l'opinion publique que par les instances politiques[16]. Il en est de même dans les affaires Tchuruk et

---

[9] La tendance législative favorable à la transparence des rémunérations des dirigeants a progressé en France notamment à la suite de la divulgation des conditions de rétribution de l'ancien présidant d'Elf Aquitaine à l'occasion de son départ ; le montant de son indemnité s'élevait alors à 38 millions d'euros : J. MATTEI, J.-C. FÉRAUD, « Philippe Jaffré, l'inspecteur des cyberfinances », *L'Expansion*, 21 décembre 2000, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/philippe-jaffre-l-inspecteur-des-cyberfinances_1341520.html.

[10] V. MAGNIER, Y. PACLOT, « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *D.* 2009, p. 1027.

[11] P. BONAZZA, *Les patrons sont-ils trop payés ?*, Madrid : Larousse, coll. À dire vrai, 2008, p. 97.

[12] N. BENSAHEL, « Jean-Marie Messier atterrit sur un parachute en or », *Libération*, 1er juillet 2003, disponible sur http://www.liberation.fr/economie/2003/07/01/jean-marie-messier-atterrit-sur-un-parachute-en-or_438413.

[13] La Cour de cassation a pourtant annulé le versement de cette retraite sans se prononcer expressément sur ce montant : Cass. com., 10 novembre 2009, n° 08-70302, *JCP* E 2010, n° 4, p. 41, note Y. PACLOT ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, p. 143, § 31, note B. SAINTOURENS ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 3, comm. 46, note M. ROUSSILLE.

[14] G. EVIN, « L'affaire Zacharias relance le débat sur la rémunération des patrons », *L'Expansion*, 2 juin 2006, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/l-affaire-zacharias-relance-le-debat-sur-la-remuneration-des-patrons_1438563.html.

[15] N. CORI, « Airbag en or massif à Valéo », *Libération*, 24 mars 2009, disponible sur http://www.liberation.fr/economie/2009/03/24/airbag-en-or-massif-a-valeo_548137.

[16] Le montant de cette rémunération a initialement été estimé à 14 millions d'euros avant d'être réduit à la suite de l'intervention du Haut comité de la gouvernance d'entreprise : C. GASTÉ, « Affaire Combes : le gendarme et le ministre font les gros yeux », *Le Parisien*, 2 septembre 2015, disponible sur http://www.leparisien.fr/espace-premium/actu/affaire-combes-le-gendarme-et-le-ministre-font-les-gros-yeux-02-09-2015-5053911.php.

Russo (2008)[17], Proglio (2010)[18], Brandicourt (2015)[19] etc. La liste des dirigeants ayant quitté une entreprise en difficulté et en ayant perçu de telles sommes est vraisemblablement longue.

3. Face aux pratiques jugées excessives en matière de rémunérations des dirigeants en France et en Europe, le législateur, les organisations professionnelles ainsi que les instances communautaires sont intervenus pour proposer des mesures permettant d'encadrer l'attribution de ces rémunérations, ce qui a eu pour conséquence une « *explosion de normes* »[20] régissant la matière. L'efficacité et le bien-fondé de ces normes appellent une réflexion juridique profonde au-delà d'un angle d'analyse bien souvent économique voire médiatique. Afin de mieux cerner l'objet de cette recherche, il est nécessaire de définir, en premier lieu, la notion de « dirigeants sociaux » **(§1)**, puis en deuxième lieu, d'expliciter celle de « rémunération des dirigeants sociaux » **(§2)**. Il conviendra, en dernier lieu, de préciser les enjeux de la question de la rémunération des dirigeants **(§3)**.

§ 1. LES DIRIGEANTS SOCIAUX

4. Dans les petites entreprises, où les activités ne dépassent pas le cadre familial, la direction est souvent assurée par les propriétaires qui détiennent à la fois le pouvoir et le capital[21]. En revanche, dans les grandes sociétés comportant plusieurs milliers d'actionnaires, les fonctions de dirigeant évoluent vers une professionnalisation accrue et une séparation plus claire entre la propriété de l'entreprise et sa direction. Le terme de « dirigeant de société » prend alors toute sa connotation « technostructurelle »[22] sans pour autant qu'il ne fasse l'objet

---

[17] A. PÉTAIN, « Alcatel-Lucent : des parachutes dorés critiqués », *Le Figaro*, 17 septembre 2008, disponible http://www.lefigaro.fr/societes/2008/09/17/04015-20080917ARTFIG00577-alcatel-lucent-des-parachutes-dores-critiques-.php.

[18] T. VADJOUX, « Henri Proglio : deux casquettes, deux salaires », *20 minutes*, 19 janvier 2010, disponible sur http://www.20minutes.fr/economie/563317-20100119-economie-henri-proglio-deux-casquettes-deux-salaires.

[19] S. POMMIER, « Sanofi : ce que cache le "hello bonus" de 4 millions du nouveau patron », *L'Expansion*, 3 mars 2015, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/ce-que-cache-le-hello-bonus-de-4-millions-du-nouveau-patron-de sanofi_1654393.html.

[20] I. TCHOTOURIAN, « L'entreprise ''surencadrée'' : l'illustration de la rémunération des dirigeants d'entreprise », *in* D. BESSIRE, L. CAPPELLETTI, B. PIGÉ (dir.), *Normes : Origines et Conséquences des Crises*, Paris : Economica, 2010, p. 71.

[21] S. SCHILLER, « La direction de l'entreprise familiale en phase de création et de développement, « Mariage difficile d'un despote éclairé et d'une société » », *in La gouvernance des entreprise familiales*, Actes du colloque organisé à l'université de Paris Dauphine le 17 juin 2010, Paris : Litec, 2011, p. 49 ; J.-F. BULLE, *Le statut du dirigeant de société*, La Villeguerin éd., Paris, 1989, p. 25.

[22] La technostructure est entendu comme la « *configuration économique et sociale résultant de la prédominance de techniciens dans la direction et la gestion effectives des entreprises […] Ce que Galbraith appelle une « technostructure » (...). Pour lui, le véritable cerveau de l'entreprise, c'est l'ensemble de ceux qui fournissent des connaissances spécialisées aux groupes de décision…* » : CNRL, *Dictionnaire du Centre National de Ressources Textuelles et Lexicales*, http://www.cnrtl.fr/definition/technostructure.

d'une définition spécifique de la part du législateur. Une telle définition présente pourtant un intérêt particulier pour cette étude afin de déterminer la catégorie des personnes concernées par la problématique des rémunérations excessives.

En dépit de l'absence d'une définition légale ou réglementaire, la notion de dirigeant peut s'éclairer à la lumière de la jurisprudence et de la doctrine relatives à la direction de fait **(A)**. La distinction entre les différentes activités exercées au sein de la société peut également permettre de préciser le contenu de cette notion **(B)**.

A / La distinction entre la direction de droit et la direction de fait

5. De manière générale, le dirigeant est « *la personne qui assure effectivement la direction d'un pays (dirigeant de l'État), d'une entreprise (dirigeant de société) en droit et parfois seulement en fait (dirigeant de fait)* »[23]. La direction d'une société peut donc être de droit ou seulement de fait.

Les dirigeants de sociétés sont *a priori* des dirigeants de droit, car ils sont dûment désignés par les statuts ou par les organes sociaux compétents, selon le cas, afin d'assurer la bonne marche de la société. Il arrive, toutefois, que d'autres personnes exercent des pouvoirs de dirigeants sans pour autant que cela leur soit légalement reconnu. Ces personnes ne sont que des dirigeants de fait. Le dirigeant de fait peut être défini comme celui qui, dépourvu de tout mandat social, exerce en toute souveraineté et indépendance, une activité positive et constante de direction et de gestion[24]. En générale, la situation de fait se produit en vue « *d'appliquer aux personnes qui s'y trouvent placées les effets négatifs qu'elles auraient à supporter si elles étaient dans la situation de droit correspondante* »[25]. La théorie de la direction de fait a beaucoup contribué à définir la notion de dirigeant. En effet, le législateur et la jurisprudence, en caractérisant la situation de fait, déterminent les éléments constitutifs de la fonction de dirigeant social[26].

---

[23] G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, 10e éd., Paris : PUF, 2014, p. 349.
[24] J.-L. RIVES-LANGE, « La notion de dirigeant de fait », *D.* 1975, p. 42 ; G. NOTTÉ, *Les dirigeants de fait des personnes morales de droit privé*, Thèse, Paris I, 1978 ; J.-M. MACQUERON, *La notion de dirigeant de fait vue par la jurisprudence française de ses origines à 1981*, Thèse, Rouen, 1982 ; C. CHAMPAUD et D. DANET, obs. sous Cass .com., 5 novembre 1991, n° 89-19065, *RTD com.* 1992, p. 818.
[25] L. LEVENEUR, *Situation de fait et droit privé*, Paris : L.G.D.J, 1990, p. 94.
[26] C. DELATTRE, « L'inlassable travail de la Cour de cassation quant à la détermination de la notion de direction de fait », *JCP* E, 2007, n° 27, 1872, p. 21.

6. La notion de « dirigeant de fait » a été évoquée pour la première fois par la loi du 24 juillet 1966 qui l'a réservée aux seules sociétés par actions et aux SARL[27], avant que la loi du 25 janvier 1985 ne l'emploie pour tous les types de sociétés sans restriction[28]. Néanmoins, l'idée que des personnes autres que les dirigeants de droit puissent s'ingérer dans la gestion de la société et exercer des pouvoirs qui ne lui ont pas été légalement attribués remonte à la loi du 6 mai 1863 qui avait interdit l'immixtion du commanditaire dans la gestion de la commandite[29]. Bien que seules les sociétés en commandite aient été concernées par l'interdiction, l'on peut considérer que la défense d'immixtion du commanditaire est à l'origine des notions de « direction de fait » et de « dirigeant de fait » d'une société[30]. Cette règle a inspiré la jurisprudence, d'abord en matière fiscale, puis en matières commerciale et pénale, pour sanctionner les personnes qui, en dépit du défaut d'un pouvoir régulièrement reconnu, s'immiscent dans la gestion de la société en essayant d'échapper aux contraintes liées au statut de dirigeant de droit. Dès lors, la formule « dirigeant de fait » a été utilisée tant par les juges du fond[31] que par la Cour de cassation[32] par opposition à celle de « dirigeant de droit ». Ainsi, de nombreux arrêts se réfèrent à la réalisation d'une activité effective de direction ou de gestion pour caractériser la qualité de dirigeant de fait[33]. D'autres décisions emploient des formules semblables pour désigner la personne qui a accomplis des « *actes positifs* »[34] de direction, et est « *intervenue dans la gestion quotidienne de la société* »[35], ou encore a été « *le véritable animateur* » de la société[36]. Les tribunaux recourent à la théorie de la direction de fait surtout lorsqu'il s'agit des procédures visant la responsabilité des

[27] Loi du 24 juillet 1966, art. 431 (gérant de fait de la SARL) devenu art. L. 241-9 du Code de commerce ; art. 463 et 478 (dirigeant de fait de la S.A. et de la SCA) devenus art. L. 246-2 et L. 245-16 du Code de commerce ; art. 464-1 (dirigeant de fait de la SAS) devenu art. L. 244-1 du Code de commerce.

[28] Loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, *JORF* du 26 janvier 1985, p. 1097, art. 180, 182 et 185 devenus art. L. 651-2, al.1er du Code de commerce.

[29] La loi du 6 mai 1863 ayant modifié l'article 27 du Code de commerce de 1807 disposait que « *L'associé commanditaire ne peut faire aucun acte de gestion, même en vertu de procuration* ».

[30] J.-R. NZE NDONG DIT MBELE, *Le dirigeant de fait en droit privé français*, Thèse, NANCY 2, 2008, p. 16.

[31] CA Nancy, 15 décembre 1977, *JCP* G 1978, II, 18912 ; CA Toulouse, 30 juin 1997, *Bull. Joly Sociétés* 1998, § 15, p. 53 ; CA Douai, 3 novembre 2005, *JCP* E 2006, n° 10, 1406, p. 473, note C. DELATTRE.

[32] Cass. crim. 19 décembre 2012, n° 11-86702, *D.* 2013, p. 1647, obs. C. MASCALA ; Cass. com., 12 juillet 2005, *D.* 2005, p. 2071, note A. LIENHARD ; Cass. com., 23 novembre 1999, n° 7-14693, *RJDA* 3/2000, n° 270, p. 227 ; Cass. com., 4 mars 2003, n° 99-18025, *RJDA* 7/2003, n° 724, p. 645.

[33] Cass. crim., 12 octobre 1995, n° 95-80730, *Rev. sociétés* 1996, p. 319, note B. BOULOC ; Cass. com., 13 février 2007, n° 05-20126, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 190, p. 697, note A. LECOURT ; Cass. crim. 28 février 1983, *LPA* 8 juin 1984, p. 37.

[34] Cass. com., 30 juin 2015, n° 14-15984, *JCP* E 2015, n° 30, 1373, p. 37 ; Cass. com., 4 novembre 2014, n° 13-20158, inédit ; Cass. crim., 11 avril 1983, *Rev. sociétés* 1983, p. 817, note W. JEANDIDIER.

[35] Cass. com. 18 mai 1981, n° 79-16952, *Bull. civ.*, IV, n° 240, p. 189 ; Cass. crim., 9 février 2011, n° 09-88454, *Dr. Sociétés* 2011, n° 5, p. 41, obs. R. SALOMON. En revanche, il a été jugé insuffisant à caractériser une direction de fait, le fait pour un salarié de disposer de la signature bancaire et de discuter avec l'administration fiscale d'un moratoire et de la mainlevée d'avis à tiers détenteur : Cass. com., 13 février 2007, n° 05-17987, inédit.

[36] Cass. com., 15 novembre 1978, n° 77-11131, *Bull. civ.*, IV, n° 265, p. 219.

dirigeants afin de déterminer le véritable décideur et l'assujettir aux mêmes règles de responsabilité que le dirigeant de droit[37].

7. La doctrine s'est également intéressée à la différence entre la direction de droit et la direction de fait. Ainsi, la qualification de dirigeant de fait ne peut être retenue et par conséquent, les règles de la direction de droit ne peuvent s'appliquer que si deux conditions sont réunies : l'accomplissement d'une activité positive de direction ou de gestion et l'indépendance de celui qui l'accomplit[38]. Selon un auteur, le dirigeant de fait doit être « *en mesure de décider du sort commercial et financier de l'entreprise ; son activité doit ressortir de l'administration et de la direction générale*»[39]. Un autre auteur ajoute que pour être assimilé au dirigeant de droit, le dirigeant de fait doit « *imposer ses choix et peser de façon déterminante sur la gestion de la société. Au contraire, l'exercice d'une simple activité de contrôle ne permet pas de retenir la direction de fait* »[40]. En ce sens, le dirigeant de fait se distingue des organes de contrôle qui n'exercent aucune activité relative à la direction de la société. Il se distingue également de la personne interposée dans la direction qui n'exerce pas réellement la gestion de la société, mais qui sert seulement de paravent à une autre personne qui donne effectivement les ordres. Cette dernière est, en revanche, susceptible d'être qualifiée de dirigeant de fait[41].

8. En réalité, le dirigeant de fait est un véritable dirigeant mais, à la différence du dirigeant de droit, il exerce les activités de direction et de gestion sans être légalement investi de ces fonctions. En conséquence, les critères retenus à l'égard du dirigeant de fait peuvent être employés pour caractériser la fonction de dirigeant social, tout en respectant la nécessité d'une désignation légale pour ce dernier. Cependant, seul le dirigeant de droit sera visé dans la présente étude. En effet, même si le dirigeant de fait peut bénéficier du régime de la gestion d'affaires pour demander le remboursement des frais engagés ainsi que la rémunération de

---

[37] Cass. crim., 17 décembre 2014, n° 13-87968, *RTD com*. 2015, p. 387, note B. BOULOC ; *Rev. sociétés* 2015, p. 386, note B. BOULOC ; Cass. com., 2 décembre 2014, n° 13-19144, inédit.

[38] C. MASCALA, « Nouvelles illustrations de la notion de dirigeant de fait », *RTD com.* 2001, p. 24 ; Y. CHAPUT (dir.), *La responsabilité des dirigeants des sociétés commerciales*, Mémoire collectif, Paris I, 2004, p. 18.

[39] J.-L. RIVES-LANGE, « La notion de dirigeant de fait », *art. préc.*, p. 43.

[40] N. DEDESSUS-LE-MOUSTIER, « La responsabilité du dirigeant de fait », *Rev. sociétés*, 1997, p. 499.

[41] Cass. com., 27 juin 2006, n° 04-15831, *JCP* E 2006, n° 39, 2408, p. 1629, note Y. REINHARD ; *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 286, p. 1372, note F. X. LUCAS ; *Rev. sociétés* 2006, p. 900, note D. PORACHIA ; Cass. com., 2 novembre 2005, n° 02-15895, *Rev. sociétés* 2006, p. 398, note D. PORACCHIA. P. DELEBECQUE, « L'administrateur de fait par personne interposée : une notion à définir », *JCP* E 2005, n° 13, 234, p. 612.

son activité à l'égard de la société[42], le régime de sa rémunération n'est pas réglementé par la loi et la convention qu'il peut conclure avec la société à cet égard n'est pas soumise à la procédure des conventions réglementées[43]. Les scandales financiers relatifs aux rémunérations abusives ne concernent d'ailleurs que les dirigeants de droit ; mais parmi ces derniers, encore faut-il distinguer entre les dirigeants exécutifs et les dirigeants non exécutifs.

B / La distinction entre les dirigeants exécutifs et non exécutifs

9. La loi du 24 juillet 1867[44] avait défini le dirigeant à la lumière de la conception civiliste du mandat[45]. Sous l'empire de cette loi, les personnes chargées de gérer la société étaient considérées comme des « *mandataires des associés* »[46], nommés et révoqués par ces derniers, exerçant leurs pouvoirs par délégation. Ces mandataires avaient progressivement institué une pratique consistant à former un conseil et à désigner un directeur général pour diriger la société. Celui-ci pouvait être choisi parmi les membres du conseil ou en dehors d'eux[47]. Cette situation avait été régularisée par la loi du 16 novembre 1940 qui avait confié la direction de la société au président-directeur général[48]. Le législateur gardait néanmoins les règles relatives à la libre révocabilité qui permettaient à l'assemblée générale de révoquer les administrateurs et à ces derniers de révoquer le président. La loi avait donc marqué un changement par rapport à la notion traditionnelle du mandat sans l'avoir écartée totalement[49]. Selon ces textes, le président-directeur général était chargé de la direction de la société, alors que le conseil en assumait l'administration[50]. Par la suite, la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales[51] a introduit en droit français le type moderne d'administration des

---

[42] Cass. 1re civ., 3 février 2011, n° 10-30093, *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 176, p. 400, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2011, n° 4, p. 17, comm. H. HOVASSE ; *JCP* E 2011, n° 10, 1194, p. 16, note M.-L. COQUELET.
[43] Cass. soc., 3 mai 2012, n° 10-20998, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 314. p. 562, note H. BARBIER.
[44] Loi du 24 juillet 1867 relative aux sociétés commerciales, codifiée par l'ordonnance n° 2000-912 du 18 septembre 2000 relative à la partie législative du code de commerce, *JORF* du 21 septembre 2000, n° 0219, p. 14783.
[45] C. civ. art. 1984 : « *Le mandat ou procuration est un acte par lequel une personne donne à une autre le pouvoir de faire quelque chose pour le mandant et en son nom* ».
[46] M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Traité de droit des affaires : Les sociétés commerciales*, 21e éd., Paris : L.G.D.J, 2014, p. 449.
[47] *Ibid*.
[48] Loi du 16 novembre 1940 relative aux sociétés anonymes, *JORF* du 9 septembre 1950, p. 1398.
[49] P. MERLE, *Droit commercial : sociétés commerciales*, 18e éd., Paris : Dalloz, 2015, p. 131.
[50] M. GERMAIN, V. MAGNIER, *op. cit.*, p. 449.
[51] Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, *JORF* du 26 juillet 1966, p. 6402.

sociétés anonymes qui propose une séparation plus stricte des fonctions entre la direction générale et le contrôle de la société[52].

Les termes d'« administration » et de « direction » ne sont pas définis par la loi. Le terme de dirigeant social est employé pour désigner indistinctement les gérants des SARL et des sociétés en commandite par actions, les directeurs généraux et les membres du conseil d'administration des sociétés anonymes de type moniste, ainsi que les membres du directoire des sociétés anonymes de type dualiste[53]. Les termes de direction, d'administration, mais également de gestion sont donc considérés comme « *équivalents* »[54]. Ils sont d'ailleurs indifféremment utilisés par les juges pour faire référence aux pouvoirs dont sont investies les personnes assurant la conduite des activités de la société[55]. Cependant, les dispositions du Code de commerce permettent, dans les sociétés anonymes, de distinguer entre les dirigeants exécutifs et non exécutifs selon les activités exercées au sein de la société.

10. Les dirigeants non exécutifs sont les administrateurs, y compris le président du conseil lorsque les fonctions sont dissociées puisque depuis la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (dite loi NRE)[56], les sociétés à conseil d'administration ont le choix entre la dissociation des fonctions de président et de directeur général et l'unicité de ces fonctions[57]. La Cour de cassation a affirmé, dans un arrêt rendu le 31 mai 2011, que les membres du conseil d'administration d'une société anonyme sont des dirigeants de droit même s'ils n'assument pas la direction générale de la société[58]. Ceux-ci s'occupent de la détermination des orientations de l'activité de la société et surveillent leur mise en œuvre. Ils ont la possibilité de se saisir « *de toute question intéressant la bonne marche de la société* » et de régler les affaires qui la concernent[59]. Cela implique qu'ils participent à la gestion de la

[52] Les sociétés ont la liberté de choisir entre la structure classique (conseil d'administration et directeur général) et celle moderne (conseil de surveillance et directoire), même si les sociétés adoptant une structure à conseil de surveillance et directoire demeurent très minoritaires : A. OUTIN-ADAM, C. COUPET, « Conseil d'administration ou directoire et conseil de surveillance : l'état du débat en 2013 », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 87, spéc. p. 88.
[53] Lamy sociétés commerciales, « Dirigeants sociaux et dirigeants de fait », 2014, n° 665, p. 314.
[54] G. NOTTÉ, « La notion de dirigeant de fait au regard du droit des procédures collectives », *JCP* CI. 1980, n° 8560, p.77.
[55] V. par exemple, Cass. soc., 1er juillet 2015, n° 14-13457, inédit ; CA. Paris.11 juin 1987, *Rev. sociétés* 1987, p. 629 ; CA Orléans, 8 mars 2001, *RJDA* 5/2001, n° 589, p. 524.
[56] Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, *JORF* du 16 mai 2001, n°113, p. 7776.
[57] C. com. art. 225-51-1.
[58] Cass. com., 31 mai 2011, n° 09-13975, *JCP* E 2011, n° 37, 1655, p. 15, note A. COURET et B. DONDERO ; *D*. 2011, p. 1551, obs. A. LIENHARD ; *Dr. Sociétés* 2011, n° 11, p. 33, note J.-P. LEGROS.
[59] C. com. L. 225-35, al. 1.

société alors que ce pouvoir est conféré en même temps aux directeurs généraux[60]. Cependant, ils ne peuvent pas représenter la société vis-à-vis des tiers. En revanche, n'entrent pas dans la définition du dirigeant non exécutif les membres du conseil de surveillance des sociétés anonymes de type dualiste. Ceux-ci, même s'ils sont souvent assimilés aux administrateurs, notamment en ce qui concerne leur nomination et leur révocation, disposent des pouvoirs beaucoup plus restreints que ceux des membres du conseil d'administration. Leur mission se borne en réalité à surveiller la régularité des activités des dirigeants et à garantir le respect de l'intérêt social. Ils exercent, en général, « *le contrôle permanent de la gestion de la société par le directoire* »[61]. Or, le contrôle ne saurait se confondre avec la direction, les organes de contrôle n'ayant pas le droit de s'immiscer dans les activités de la direction[62]. C'est ainsi que la Cour de cassation a pu, par un arrêt rendu le 12 juillet 2005[63], leur dénier la qualité de dirigeant social. Pour la cour, les membres du conseil de surveillance ne peuvent jamais devenir des dirigeants d'une société duale puisque leur pouvoir et leur influence ne sauraient suffire à leur conférer cette qualité. Ils peuvent uniquement être considérés comme des dirigeants de fait à condition qu'ils aient « *en dehors de l'exercice de leur mission de membres du conseil de surveillance, en fait, exercé, séparément ou ensemble, et en toute indépendance, une activité positive de direction dans la société* ». Le régime de la responsabilité confirme l'exclusion des membres du conseil de surveillance des fonctions de dirigeant puisque l'article L. 225-257 du Code de commerce dispose que ces membres sont responsables des fautes personnelles commises dans l'exécution de leur mandat et qu'ils « *n'encourent aucune responsabilité en raison des actes de gestion et de leur résultat* »[64].

Dans tous les cas, les administrateurs, ainsi que les membres du conseil de surveillance ne sont, en principe, rémunérés que par des jetons de présence dont les montants ne sont pas problématiques au regard de la question de la rémunération des dirigeants sociaux[65]. Leur rémunération sera donc exclue du champ de cette recherche. Par ailleurs, ces organes peuvent,

---

[60] D. BUREAU, « La loi relative aux nouvelles régulations économiques : Aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 149, p. 553.
[61] C. com. L. 225-68.
[62] C. GERSCHEL, « Le principe de non-immixtion en droit des affaires (1ère partie) », *LPA* 30 août 1995, n° 104, p. 8.
[63] Cass. com., 12 juillet 2005, n° 03-14045, *D.* 2005, p. 2071, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2006, p. 162, note F. LUCAS ; *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 4, p. 22, note B. SAINTOURENS.
[64] En revanche, l'article L. 225-256 du Code de commerce dispose qu'en cas de d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaire, les membres de directoire peuvent être rendus responsables du passif social et sont soumis aux interdictions et déchéances : J.-F. MARTIN, « Les membres du conseil de surveillance sont-ils des dirigeants sociaux au sens de la loi du 25 janvier 1985 ? », *Gaz. Pal.* 15 janvier 1991, p. 24.
[65] Les administrateurs et les membres du conseil de surveillance peuvent néanmoins recevoir des rémunérations exceptionnelles pour des missions ou des mandats particuliers : C. com. art. L. 225-46 et 225-83.

dans certains cas[66], être assimilés aux mandataires sociaux, même s'ils ne disposent pas de pouvoir de représentation. Ils seront ainsi assimilés, par commodité, aux mandataires sociaux notamment dans le chapitre relatif au cumul des mandats et aux règles d'autorégulation les concernant[67].

11. Les dirigeants exécutifs, eux, sont les représentants légaux de la société[68], à savoir les directeurs généraux, ou le président-directeur général lorsque les fonctions sont associées, les directeurs généraux délégués, et les membres du directoire ou le directeur général unique. Ceux-ci sont investis « *des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société…* ». Ils la représentent « *dans ses rapports avec les tiers* »[69]. Les dirigeants exécutifs se distinguent des personnes qui n'exercent que des tâches techniques au sein de la société. Ces tâches sont en effet accomplies dans le cadre d'un contrat de travail par un directeur technique (directeur financier, directeur comptable, directeur de la production…etc.) qui n'est pas un mandataire social. Il est en réalité un salarié qui bénéficie de tous les avantages attachés à cette qualité[70].

La loi reconnaît au conseil d'administration ou de surveillance une compétence exclusive pour déterminer unilatéralement tant les modalités que les montants des rémunérations des dirigeants exécutifs[71]. Cependant, une véritable négociation est souvent instaurée. Les dirigeants pourraient donc parfois être tentés de poursuivre des stratégies « *d'enrichissement personnel* »[72] et d'influencer la décision du conseil afin d'obtenir des rémunérations élevées. De même, l'influence du statut éclaté et à « *géométrie variable* »[73] du

---

[66] Après l'entrée en vigueur de la loi NRE de 2001, la COB a été saisie par plusieurs émetteurs de la question de savoir ce qu'il fallait entendre exactement par le terme « mandataire social » mentionné dans l'article 225-102-1 du Code de commerce. Elle a donc considéré que « *même si cette notion n'est pas définie par le législateur, elle doit être entendue ici comme englobant outre le gérant, le président, le directeur général et les directeurs généraux délégués, les administrateurs et les membres du conseil de surveillance et du directoire* » : H. LE NABASQUE, « Notion de mandataire social en matière de transparence des rémunérations », *RD bancaire et fin*. 2002, n° 4, p. 166 ; P. LE CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés*, 6e éd., Paris : L.G.D.J-Montchrestien, 2015, n° 827, p. 557.

[67] Le terme mandataire social renvoi traditionnellement à la représentation de la société : Éditions Francis Lefebvre, *Dirigeants de sociétés commerciales*, Paris : Francis Lefebvre, 1997, p. 14 : Le mandataire social « *exerce une mission pour le compte de la société au nom de laquelle il est habilité à agir* ».

[68] H. MOUBSIT, *La représentation en droit des sociétés*, Paris : L'Harmattan, 2013, p. 131.

[69] C. com. L. 225-56, al. 1 (s'agissant des sociétés anonymes de type moniste), L. 225-64 et L. 225-66 (s'agissant des sociétés anonymes de type dualiste).

[70] V. par exemple, Cass. soc., 21 novembre 2006, n° 05-45416, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 88, p. 383, note G. AUZERO ; Cass. soc., 21 mars 1996, n° 93-42460, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 211, p. 596, note F. MANSUY.

[71] C. com. art. L. 225-47, L. 225-63 et L. 225-53.

[72] Y. CHAPUT, « L'émergence du dirigeant exécutif. Les mutations politiques du droit des sociétés », *in* E. LE DOLLEY (dir.), *Les concepts émergents en droit des affaires*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 222, spéc. p. 233.

[73] A. DUFFOUR, A. MILLERET-GODET, « Le statut des dirigeants de société : une notion à géométrie variable », *Dr. Sociétés* 2015, n° 8-9, étude 15, p. 9 ; *JCP* S 2015, n° 24, 1212, p. 15.

dirigeant pèse significativement sur ses rémunérations. En effet, si celui-ci n'est ni commerçant ni salarié[74], et que rien ne l'oblige à être actionnaire[75], ces différentes qualités peuvent pour autant se conjuguer de sorte à aboutir à un véritable « *statut mosaïque* »[76]. Ainsi, le régime de la libre révocabilité du dirigeant[77] et l'impossibilité pour lui de revendiquer, ès qualité, l'application des garanties inhérentes au statut du salarié[78], sont susceptibles de l'inciter à rechercher une protection supplémentaire pour faire face à cette insécurité des fonctions. D'un côté, il peut cumuler son mandat social avec un contrat de travail[79]. Le dirigeant peut ainsi, sous certaines conditions, assurer la direction de la société, tout en maintenant le contrat de travail dont il disposait avant d'accéder aux fonctions sociales. Ce cumul est source de nombreuses confusions et difficultés pratiques en matière de rémunération[80]. D'un autre côté, les dirigeants cherchent à obtenir des avantages financiers supplémentaires de la part de la société, comme les indemnités de départ ou les stock-options qui servent à remédier à la précarité de leurs fonctions.

Dès lors, les différents avantages et rémunérations accordés aux seuls dirigeants exécutifs feront l'objet de la présente étude. Le terme de « dirigeant social » sera employé pour faire référence uniquement aux dirigeants exécutifs, dirigeants de droit qui disposent des pouvoirs les plus étendus pour exercer les fonctions de direction et représenter la société auprès des tiers. Sera également concerné, le président du conseil d'administration, même lorsque ses fonctions sont dissociées de la direction générale dans la mesure où le montant de sa rémunération fait souvent débat[81]. Une étude récente a d'ailleurs montré que les sociétés anonymes choisissent de moins en moins de dissocier les fonctions de président du conseil d'administration de celles de directeur général. Cette séparation n'existe plus que dans 20 % des conseils en 2014, contre 30 % en 2010[82]. Par ailleurs, l'analyse sera réservée aux sociétés

---

[74] J.-P. CASIMIR, M. GERMAIN, *Dirigeant des sociétés : juridique, fiscal, social*, Paris : coll. pratiques d'experts, 2007, p. 34 ; D. GIBIRILA, *Le dirigeant de société, statut juridique, social et fiscal*, Paris : Litec, 1995, p. 14.

[75] Le dirigeant qui était administrateur devait avoir la qualité d'actionnaire. La loi de 2008 de modernisation de l'économie a supprimé cette obligation. L'article L. 225-25, alinéa 1er, prévoit désormais que « *les statuts peuvent imposer que chaque administrateur soit propriétaire d'un nombre d'actions de la société, qu'ils déterminent* » : Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, *JORF* du 5 août 2008, n° 181, p. 12471.

[76] T. GIGNOUX, *La rémunération du dirigeant de société*, Thèse, Lyon 3, 2004, p. 23.

[77] C. com. art. L. 225-47 al. 3, L. 225-18 al.1, L. 225-55 al.1 et L. 225-61 al.1.

[78] Sur l'absence s'assurance chômage, D. JONIN, « La protection contre le chômage des dirigeants sociaux », *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 204, p. 927.

[79] C. GUILLON, A.-F. JOVER, « Dirigeants de société : le crépuscule des dieux ? », *JCP* S 2012, n° 36, 1354, p. 12.

[80] V. *infra*, n° 363.

[81] Certains présidents du conseil d'administration continuent à recevoir des bonus même s'ils n'exercent aucune activité de direction : P. BONAZZA, *Les patrons sont-ils trop payés ?*, *op. cit.*, p. 24.

[82] B. FRANÇOIS, « Bilan de la gouvernance des sociétés du CAC 40 », *Rev. sociétés* 2014, p. 602.

anonymes cotées dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé. C'est en effet dans ces sociétés que les pratiques des rémunérations sont souvent jugées excessives et c'est essentiellement autour d'elles que la réflexion actuelle sur un meilleur encadrement des rémunérations se concentre. Bien entendu à l'occasion de l'analyse de ces rémunérations spécifiques, le droit commun de la rémunération sera sollicité, ce qui amènera à prendre en compte les apports de la jurisprudence concernant potentiellement d'autres dirigeants que ceux de la société anonyme cotée. Enfin, bien que la France ne soit pas le seul pays confronté à des interrogations sur la rémunération des dirigeants, nous limiterons notre approche à la réponse apportée en France en intégrant, lorsque cela s'avèrera nécessaire, une démarche comparative avec d'autres pays.

12. La notion de dirigeant social étant appréhendée, il convient à présent de s'intéresser à celle de rémunération des dirigeants sociaux.

§ 2. LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

13. Depuis quelques années, les pratiques rémunératoires des dirigeants se développent et se diversifient constamment. L'appréhension de cette diversité nécessite de tracer l'évolution de la notion même de rémunération. Le terme de « rémunération » provient du verbe latin « *remuneror* » signifiant « *donner un présent en retour, témoigner sa reconnaissance, récompenser…* »[83]. Il s'entend, au sens strict, de « *toute prestation, en argent ou même en nature, fournie en contrepartie d'un travail ou d'une activité* »[84].

À l'instar des salariés dont la rétribution s'est, au fil du temps, transformée d'une simple contrepartie du travail fourni[85] à un instrument pour les fidéliser et renforcer leur sentiment d'intégration à l'entreprise[86], les dirigeants sociaux ont vu leurs modes de rémunération évoluer. Dans un premier temps, le mandat social était le plus souvent gratuit. La conception

---

[83] F. GAFFIOT, *Dictionnaire Latin-Français*, Paris : Hachette, 1934.
[84] G. CORNU, *op. cit.*, p. 891.
[85] F. MICHAUD, « L'évolution du vocabulaire de la rémunération du travail à Marseille d'après les contrats d'apprentissage et d'embauche », *in* P. BECK, P. BERNARDI, L. FELLER (dir.), *Rémunérer le travail au Moyen Âge : pour une histoire sociale du salariat*, Paris : Picard, 2014, p. 200. Cette conception de la rémunération n'a pas manqué d'être critiquée par la doctrine : G. LYON-CAEN, *Traité de droit de travail, les salaires*, 2e éd., Tome II, Paris : Dalloz 1981, p. 274 : « *rémunérer le salarié exclusivement en fonction de la quantité et de la qualité de son travail, c'est-à-dire du service rendu à l'entreprise, c'est ignorer le fait que tout travailleur participe en réalité au service rendu par l'entreprise à son client, et que sa rémunération doit tenir compte de la valeur ou de l'accroissement de valeur de ce service* ».
[86] P. COURSIER, « Mutations autour de la notion de rémunération », *in* F.-X. SIMON (dir.), *L'actualité du dirigeant, finances-gestion (Best of DFCG)*, Tome II, Paris : Eyrolles, 2013, p. 145.

civiliste de mandat social impliquait qu'il était envisagé comme une fonction à titre gratuit accomplie dans l'intérêt social[87]. Cette vision traditionnelle relative au mandat a ensuite changé : « *le développement contemporain du commerce, la professionnalisation croissante des relations humaines, la multiplication des sociétés gérées par les mandataires et le recul de l'amitié dans les rapports sociaux confèrent à la gratuité du mandat le parfum d'une règle surannée* »[88]. Désormais, le mandat social n'est plus assimilé au mandat du droit civil[89] et est présumé rémunéré lorsque le mandataire est un professionnel[90]. Par la suite, la théorie anglo-saxonne de l'agence a expliqué la divergence des intérêts entre dirigeants et actionnaires[91]. Divergence qui conduit parfois à faire prévaloir l'intérêt de l'un sur celui de l'autre et met en exergue l'importance de promouvoir l'implication des dirigeants vis-à-vis de la société. C'est ainsi que plusieurs instruments ont été mis en place pour répondre à cette nécessité. Les dirigeants se sont vus confier progressivement des rémunérations et avantages variés qui viennent non seulement les rémunérer, mais aussi les motiver et fidéliser[92].

14. Aucune disposition légale ne fournit une liste exhaustive des éléments composant la rémunération des dirigeants sociaux. Le conseil d'administration et le conseil de surveillance, par principe compétents en la matière, sont libres d'en fixer le montant et la composition. Afin de comprendre les questions que le sujet peut susciter, un inventaire des principaux éléments de la rémunération des dirigeants apparaît nécessaire. De manière générale, celle-ci se décompose en deux parties : les éléments de rémunération dus pendant l'exercice des fonctions **(A)**, et ceux dus au moment de la cessation des fonctions du dirigeant **(B)**. Mais dans tous les cas, l'idée d'une contrepartie à l'attribution des rémunérations n'est pas véritablement absente ce qui déplace le débat vers leur légitimité au-delà de leur diversité **(C)**.

---

[87] C. civ. art. 1986 : « *Le mandat est gratuit, s'il n'y a convention contraire* ».
[88] P. MALAURIE, L. AYNÈS, P-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, 7e éd., Paris : L.G.D.J, 2014, p. 293.
[89] R. GIANNO, A.-É. COMBES, « La dénaturation du mandat social par la pratique dans les sociétés anonymes », *Gaz. Pal.* 4 juin 2002, n° 155, p. 4 ; A. BATTEUR, *Le mandat apparent en droit privé*, Thèse, Caen, 1988, p. 339.
[90] Cass. 1re civ., 11 février 1981, n° 79-15853, *Bull. civ.*, I, n° 50 : « *Le mandat est présumé salarié en faveur des personnes qui font profession de s'occuper des affaires d'autrui* ».
[91] A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick (N.J.): U.S.A.; London, U.K.: Transaction publishers, cop, 1991; B. CORIAT, O. WEINSTEIN, « Les nouvelles théories de l'entreprise », Paris : Librairie Générale Française, 1995, p. 93 et s.
[92] S. PLANTIN, « Dispositifs d'intéressement d'un dirigeant à l'augmentation de valeur de son entreprise », *JCP* E 1999, n° 8, p. 356.

A / La rémunération due en cours du mandat social

15. Les rémunérations versées aux dirigeants pendant l'exercice du mandat social sont nombreuses. Déjà, pour l'encourager à quitter ses fonctions et rejoindre une autre entreprise, le dirigeant peut recevoir une prime d'arrivée **(a)**. Celle-ci s'ajoute à la rémunération de base **(b)**, et aux plus-values réalisées grâce aux plans d'options de souscription ou d'achat d'actions, ou à l'attribution gratuite d'actions dont le dirigeant peut bénéficier **(c)**.

a) La prime d'arrivée

16. Avant même sa prise de fonction, le dirigeant peut se voir attribuer une prime d'arrivée, aussi appelée « *prime de bienvenue* », « *golden hello* » ou encore « *welcome package* »[93]. Celle-ci consiste à verser au dirigeant, par la société, une somme d'argent au moment de son arrivée, et ce indépendamment de toute activité. Une telle somme permet en pratique de convaincre plus facilement le dirigeant de quitter ses fonctions et de rejoindre une autre société[94].

La prime de bienvenue peut être contractée sous différentes formes. Ainsi, en cas de cumul d'un mandat social et d'un contrat de travail, elle peut être insérée dans le contrat lui-même. Il est toutefois préférable de la prévoir dans un acte distinct pour réduire la possibilité de l'assimilation au salaire. De même, elle peut prendre la forme d'un versement en numéraire ou d'une attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions ou d'actions gratuites[95]. Bien qu'elle soit payée une seule fois lors de la prise des fonctions, la prime d'arrivée peut être classée avec les avantages accordés pendant l'exercice du mandant pour la différencier de ceux dus lors du départ de dirigeant. Cette pratique venue d'Outre atlantique devient de plus en plus fréquente en France et peut atteindre plusieurs millions d'euros. Il en est ainsi, par exemple, de la prime de deux millions d'euros accordée, en 2015, au nouveau directeur général de la société Sanofi[96].

---

[93] T.-S. AIDT, F. ALBORNOZ, M. GASSEBNER, « The Golden Hello and Political Transitions », *KOF Working Paper n° 316*, octobre 2012, disponible sur http://ssrn.com/abstract=2156885.
[94] B. DONDERO, « Les goldens hellos : le salut impossible ? », *Bull. Joly Sociétés* 2008, §113, p. 514.
[95] C. CATHIARD, B. SAINTOURENS et A. LEMERCIER, « La rémunération des dirigeants dans les sociétés par actions », *Actes prat. ing. sociétaire*, mars-avril 2009, p. 3.
[96] S. POMMIER, « Sanofi : ce que cache le "hello bonus" de 4 millions du nouveau patron », *L'Expansion*, 3 mars 2015, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/ce-que-cache-le-hello-bonus-de-4-millions-du-nouveau-patron-de sanofi_1654393.html.

17. Une fois les fonctions prises, le dirigeant peut obtenir une rémunération de base composée de plusieurs éléments.

b) La rémunération de base

18. La rémunération de base des dirigeants comprend généralement une partie fixe, une partie variable et éventuellement des jetons de présence. Bien que le dirigeant ne soit pas salarié, il perçoit le plus souvent une somme fixe à échéance régulière. Cette somme est versée en contrepartie de la fonction de direction qu'il exerce au sein de la société. Son appréciation varie selon la taille et la politique de la société[97].

Une part variable déterminée en fonction des résultats effectivement obtenus peut venir compléter la partie fixe. Cette part variable, ou bonus, traduit en théorie une politique d'incitation à la performance[98]. Son montant représente un pourcentage de la rémunération fixe.

De même, le président-directeur général, le directeur général et le directeur général délégué peuvent obtenir des jetons de présence lorsqu'ils sont également administrateurs au sein de la société[99]. Il s'agit d'une somme globale fixée chaque année par l'assemblée générale que le conseil répartit à sa guise entre ses membres[100]. À l'origine, l'objectif des jetons de présence était de rémunérer l'assistance des administrateurs aux séances du conseil et de récompenser leur assiduité et leur participation à la vie de la société, ce qui ne reflète plus la réalité d'aujourd'hui puisqu'ils sont devenus une partie, certes souvent modeste, de la rémunération des dirigeants en cas de cumul de fonctions[101]. Cette situation demeure, malgré la critique qui a pu lui être adressée. Selon le rapport Houillon relatif à la rémunération des dirigeants et des opérateurs de marchés, l'attribution des jetons de présence au président du conseil et au directeur général n'est pas opportune « *dès lors qu'ils sont également rémunérés*

---

[97] J.-J. UETTWILLER, A.-L. LEGOUT, « Les différents éléments composant la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 11, spéc. p. 12.

[98] Sur la notion de rémunération variable en général, G. OLCZAK-GODEFERT, C. BONNET, « Rémunération variable : le difficile équilibre entre exigence de flexibilité et protection du salaire », *Revue de jurisprudence sociale* 2012, n° 8-9, p. 571.

[99] G. BROYE, Y. MOULIN, « Les déterminants de la rémunération des administrateurs externes dans les sociétés françaises du SBF 120 », *Finance Contrôle Stratégie* 2012, n° 15-1/2, disponible sur http://fcs.revues.org/78.

[100] C. com art. L. 225-45.

[101] J. LE BOLZER, « Jetons de présence : faire évoluer la législation ? », *Les Échos Business*, 23 janvier 2015, disponible sur http://business.lesechos.fr/directions-generales/metier-et-carriere/remuneration/0204097261616-jetons-de-presence-faire-evoluer-la-legislation-107337.php.

pour leur gestion et que leur participation aux réunions du conseil d'administration procède, en quelque sorte, de leur charge de travail »[102].

19. La rémunération de base n'est pas la seule rétribution accordée au dirigeant en cours du mandat social. Une partie importante de cette dernière résulte de l'attribution gratuite d'actions ou des plus-values réalisées suite à un plan d'options de souscription ou d'achat d'actions.

c) Les stock-options et les actions gratuites

20. La volonté d'aligner les intérêts de la société avec ceux des dirigeants se matérialise clairement par la pratique des plans d'options de souscription ou d'achat d'actions, autrement dénommée « stock-options »[103]. Cette pratique est apparue aux États-Unis avant la crise de 1929[104] et a ensuite été introduite en France par la loi du 31 décembre 1970 qui visait à permettre aux salariés de participer à la croissance de l'entreprise[105]. En 1985[106], le législateur a étendu le système des stock-options aux dirigeants sociaux à condition qu'ils aient été salariés avant que cette exigence ne soit supprimée en 1987[107].

Les stock-options correspondent à un mode d'intéressement par lequel la société offre à tout ou partie de son personnel salarié et de ses mandataires sociaux la possibilité de souscrire

---

[102] Rapport de P. HOUILLON du 7 juillet 2009 sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés, *AN*, n° 1798, p. 78. Le rapport indique cependant que certains dirigeants ont adopté une position logique à cet égard, en refusant de percevoir des jetons de présence de la part de la société.

[103] Même si les stock-options ne constituent pas, *stricto sensu*, un complément de rémunération, ils entrent dans la conception élargie de la rémunération que nous retiendrons dans notre étude. En effet, outre la polémique qui accompagne souvent l'attribution des stock-options aux dirigeants sociaux, la pratique en fait clairement un des éléments de la rémunération. La cour d'appel de Paris a d'ailleurs pu considérer que les options accordées à un président du directoire par un protocole d'accord conclu avant sa nomination constituent un mode de rémunération différée : CA Paris, 17 novembre 1992, *Rev. sociétés* 1993, p. 813, note P. LE CANNU.

[104] R. FOY, « Stock-options », *Rép. sociétés*, janvier 2004, n° 1 et s.

[105] Loi n° 70-1322 du 31 décembre 1970 relative à l'ouverture d'options de souscription ou d'achat d'actions au bénéfice du personnel des sociétés, *JORF* du 3 janvier 1971, p. 77.

[106] Loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, *JORF* du 12 juillet 1985, p. 7859.

[107] Dans un premier temps, la loi de 1985 a étendu le système de stock-options aux dirigeants sociaux à condition de justifier d'une activité salariée d'au moins cinq ans dans la société, conformément aux dispositions de l'ancien article L. 225-185, alinéa 3, du Code de commerce, désormais abrogé par la loi sur les nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001. L'attribution de stock-options était donc liée davantage à leur qualité d'ancien salarié qu'à celle de dirigeant. Ensuite, la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne a ajouté un cinquième alinéa à l'article L. 225-185 du Code de commerce qui permet aux dirigeants de se voir attribuer par la société des options donnant droit à la souscription ou à l'achat d'actions dans les conditions prévues aux articles L. 225-177 à L. 225-184 du même code. Par conséquent, les dirigeants peuvent désormais obtenir des *stock-options*, sans avoir à justifier d'une quelconque ancienneté, en tant que salariés, dans l'entreprise. Sur l'évolution de la législation sur les stock-options : J.-P. BERTREL, « Le nouveau régime des stock-options », *Dr et patrimoine*, janvier 1997, p. 30.

ou d'acheter, sur une certaine période, à un prix déterminé à l'avance (prix d'exercice), et sous certaines conditions, des actions de la société[108]. Le prix d'exercice reste fixe pendant toute la durée de l'option, peu important l'évolution ultérieure de la valeur des titres[109]. L'assemblée générale des actionnaires fixe le délai pendant lequel l'option peut être levée par son bénéficiaire. Ce dernier est incité à conduire la société à atteindre des résultats satisfaisants pour que son cours de bourse progresse et qu'il puisse, par conséquent, exercer ses options et revendre les actions avec une plus-value. En revanche, si le cours de l'action ne monte pas, il perd le bénéfice de l'éventuelle plus-value de son option.

La mise en place du mécanisme des stock-options peut se faire en utilisant des actions déjà existantes ou en émettant des actions nouvelles. Dans le premier cas, le plan est appelé « plan d'options d'achat ». Le conseil d'administration ou le directoire doit faire acquérir les actions par la société préalablement à la date retenue pour la levée de l'option[110]. Dans le second cas, la société doit procéder à l'augmentation de capital et les bénéficiaires y souscrivent lors de la levée de l'option. L'opération est ainsi qualifiée de « plan d'options de souscription »[111]. Les titres attribués par un tel plan ne peuvent représenter plus d'un tiers du capital de la société[112], alors que ceux attribués par un plan d'options d'achat ne doivent excéder 10 % du capital[113]. Dans tous les cas, l'attribution ne peut pas bénéficier à des salariés ou à des dirigeants détenant chacun plus de 10 % du capital[114]. Les stock-options font souvent l'objet de vives critiques en ce qui concerne les plus-values qu'elles engendrent et qui peuvent être jugées excessives par l'opinion publique. À titre d'exemple, peuvent être citées les plus-values des stock-options accordées au président de la société Altice et qui ont été estimées à 17 millions d'euros[115]. Néanmoins, les stock-options peuvent ne pas donner lieu à une plus-value en cas de retournement des cours de bourse. Pour pallier cette situation, certaines pratiques consistent à offrir aux dirigeants la possibilité de renégocier le prix de leurs options avec le conseil d'administration ou elles leur permettent de recharger leurs options, à savoir

---

[108] Selon la Cour de cassation, l'option d'achat d'actions constitue « *une promesse unilatérale faite par une société par actions à certains de ses salariés ou mandataires sociaux de leur vendre sur leur demande un nombre déterminé de ses actions dans un délai et moyennant un prix définitivement fixés* ». Cass. 2e civ., 20 septembre 2005, n° 03-30709, *JCP* E 2006, n°1, 1047, note R. VATINET.
[109] S. SCHILLER, A.-S. KERFANT et J.-F. MANDELBAUM, « Stock-options et actions gratuites : comparaison des régimes juridiques, fiscaux, sociaux et comptables », *Actes. prat. ing. sociétaire*, mars-avril 2008, p. 5.
[110] C. com. art. L. 225-179.
[111] C. com. art. L. 225-177.
[112] C. com. art. R. 225-143.
[113] C. com. art. L. 225-209.
[114] C. com. art. L. 225-182, al. 2.
[115] R. ANDRÉ, « Patrick Drahi, patron le mieux rémunéré en 2014 », *Le Figaro*, 1er juin 2015, disponible sur http://www.lefigaro.fr/societes/2015/06/01/20005-20150601ARTFIG00140-patrick-drahi-patron-le-mieux-remunere-en-2014.php.

bénéficier d'un nombre équivalent d'options nouvelles (*reload option*) ou d'une révision du prix d'exercice de l'option en fonction de l'évolution du cours (*Repricing*). Dans de tels cas, les stock-options perdent leurs fonctions incitatives. Il n'en demeure pas moins que cette pratique, autorisée aux États-Unis, est pourtant expressément interdite en France[116].

21. Le recours aux options de souscription ou d'achat d'actions a enregistré ces dernières années un recul important en raison notamment du durcissement des mesures fiscales et sociales qui leur sont applicables[117]. S'est développé alors le mécanisme de l'attribution gratuite d'actions qui semble constituer une « *alternative séduisante* »[118] aux plans de stock-options. En vertu de ce mécanisme, introduit en France par la loi du 30 décembre 2004[119], l'assemblée générale extraordinaire peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire à attribuer aux salariés ou aux dirigeants sociaux, ou à une partie d'entre eux seulement, des actions existantes ou à émettre, sans que ces derniers aient à effectuer aucun paiement[120].

L'attribution gratuite d'actions se fait en deux périodes : le conseil d'administration attribue les actions au dirigeant qui ne peut pas en prendre possession avant une période minimale (un an minimum) fixée par l'assemblée générale extraordinaire en fonction des objectifs recherchés par la société[121]. Au cours de cette période, dite d'acquisition, le dirigeant dispose seulement d'un droit de créance à recevoir les actions qui lui ont été attribuées. À l'issue de la période d'acquisition, le dirigeant devient propriétaire des actions. L'assemblée générale extraordinaire peut fixer une période, dite de conservation[122], pendant laquelle le dirigeant bénéficiaire doit conserver ses actions. Il est d'ailleurs considéré comme

---

[116] C. com. art. L. 225-181, al 1er. V. *infra*, n° 313.

[117] En plus d'être soumis à l'impôt sur le revenu et à la contribution sociale généralisée (CSG), les stock-options supportent une contribution spécifique assise sur le gain tiré de la levée d'option (Articles L. 137-13 et L. 137-14 du code de la sécurité sociale). V. Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013 sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, *AN*, n° 737, p. 140.

[118] S. PLANTIN, « L'attribution d'actions gratuites, une alternative séduisante aux plans de stocks options », *JCP* E 2005, n° 13, 524, p. 560 ; J.-F. CASTA, J. PRIEUR, « Actions gratuites : mort annoncée des stock-options ? » *RD bancaire et fin.* 2005, n° 5, p. 58 ; J.-F. CASTA, « Stock-options et actions gratuites : analyse comptable des rémunérations en actions », *RD bancaire et fin.* 2005, n° 5, p. 68.

[119] Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004 de finance pour 2005, *JORF* du 31 décembre 2004, n° 304, p. 22459.

[120] C. com. art. L. 225-197-1 à L. 225-197-6.

[121] La durée minimale de la période d'acquisition définitive des actions a été réduite de deux ans à un an par la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (dite loi Macron), *JORF* du 7 août 2015, n° 0181, p. 13537, art. 135 modifiant l'article L. 225-197-1, 1, al. 5 du code de commerce. Pour une présentation des modifications opérée par la loi Macron sur le régime juridique, fiscal et social : Y. RUSTCHMANN, S. DE MONÈS, J.-B. FRANTZ, « Réforme du dispositif des attributions gratuites d'actions », *Dr. fisc*. 2015, n° 38, p. 44.

[122] L'ancien article L. 225-197-1, 1, al. 5 du code de commerce, désormais modifié par l'article 135 de la loi Macron, imposait à l'assemblée de fixer une telle période.

actionnaire de la société à part entière et bénéficie de tous les droits attachés à cette qualité. À la fin de cette période, il pourra disposer librement des actions[123]. Dans tous les cas, la durée cumulée des périodes d'acquisition et de conservation ne peut être inférieure à deux ans[124].

À l'instar des stock-options, l'attribution gratuite d'actions est un instrument de fidélisation des dirigeants. Cependant, à la différence des stock-options, les actions gratuites sont attribuées sans contrepartie financière et constituent de ce fait un gain certain pour leurs bénéficiaires[125]. Dès lors, grâce au mécanisme d'attribution gratuite d'actions, le dirigeant est toujours gagnant même lorsque les cours des actions sont en baisse[126].

22. D'autres formes de rémunérations, moins significatives, peuvent aussi être versées aux dirigeants en cours de leur mandat social comme, par exemple, les avantages en nature[127], la mutuelle et prévoyance[128], etc. Seuls seront développés dans les présents travaux les éléments de rémunération rencontrés le plus souvent en pratique et qui font débat au regard de leur nature et de leur montant. Les éléments de rémunération dus ou susceptibles d'être dus à l'occasion du départ du dirigeant sont également nombreux et peuvent atteindre des montants très importants.

B / La rémunération due à l'occasion du départ du dirigeant

23. Plusieurs éléments de rémunération peuvent être envisagés lors du départ du dirigeant. Celui-ci est susceptible de relever d'un parachute doré **(a)**, ou d'une indemnité de non-concurrence **(b)**.

---

[123] F. BASDEVANT, F, MARTIN LAPRADE, « L'attribution gratuite d'actions », *Actes. prat. ing. sociétaire,* janvier-février 2011, p. 3.
[124] C. com. art. L. 225-197-1, l, al. 7.
[125] D. LABARTHETTE, « Les plans de stock-options à l'épreuve des attributions gratuites d'actions », *JCP E* 2006, n° 14, 1576, p. 679.
[126] Par exemple, en 2011, le directeur général de Dassault Systèmes aurait reçu des actions attribuées d'une valeur de 8,8 millions d'euros : Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 112.
[127] Par exemple, la société peut mettre à la disposition du dirigeant une voiture, un logement. Elle peut aussi prendre en charge les frais de scolarité de ses enfants etc.
[128] Les dirigeants peuvent bénéficier des dispositifs de mutuelle et de prévoyance en vigueur au profit des salariés de l'entreprise.

a) Les parachutes dorés

24. Les parachutes dorés sont nés aux États-Unis et se sont ensuite développés en France afin de pallier la précarité des fonctions des dirigeants[129]. Ceux-ci étant révocables à tout moment par les organes sociaux, la pratique a inventé l'attribution d'une prime à l'occasion du départ du dirigeant pour limiter les effets d'une telle rupture, de même que pour empêcher les stratégies d'enracinement des dirigeants[130]. De manière générale, le parachute doré peut être qualifié « *d'indemnité conventionnelle d'éviction - ou de départ - consentie à un dirigeant, social et/ou salarié, qui autrement n'aurait pas légalement droit à cette compensation spécifique, versée au titre de la cessation de ses fonctions et dans l'objectif d'aménager les conséquences financières de ce départ* »[131].

Les modalités du parachute doré sont très variables. Il peut ainsi s'agir d'une convention traditionnelle prévoyant le versement d'une indemnité forfaitaire en cas de cessation des fonctions du dirigeant[132], ou d'un engagement, conventionnel ou institutionnel, en vertu duquel des avantages matériels ou en nature sont octroyés au dirigeant sortant. L'indemnité de départ est aussi susceptible de prendre la forme d'une promesse de rachat des actions du dirigeant à un prix inférieur à leur valeur vénale[133].

25. De même, le terme de parachute doré est parfois utilisé pour faire référence à la retraite supplémentaire. Celle-ci, également dénommée « retraite chapeau », correspond à un système de retraite mis en place au sein de la société et financée par elle, qui permet de verser à des dirigeants, ou à des salariés, une rente supplémentaire s'ajoutant aux sommes versées par le régime de base et la retraite complémentaire[134]. Cette pratique, qui n'est pas nouvelle[135], s'inscrit parmi les éléments de rémunération ayant pour objectif de fidéliser les

---

[129] J. EL-AHDAB, « Les parachutes dorés et autres indemnités conventionnelles de départ des dirigeants : approche pluridisciplinaire et comparée », *Rev. sociétés* 2004, p. 18.
[130] R. LAMBERT, D. LARCKER, « Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth », *Journal of Accounting and Economics*, avril 1985, vol. 7, issues 1–3, p. 179.
[131] J. EL-AHDAB, *art. préc.*, p. 22.
[132] Comme, par exemple, l'indemnité de départ versée récemment à l'ancien P-DG de la société Lafarge et qui a atteint 5,9 millions d'euros. Cette somme s'élève, en ajoutant les rémunérations de base et les rémunérations exceptionnelles, à 8,4 millions d'euros : L. BOISSEAU, « Lafarge : La rémunération de son ex-PDG, Bruno Lafont, agite l'AMF », *Les Échos*, 1er octobre 2015, disponible sur http://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/021372838161-lamf-tique-sur-la-remuneration-de-bruno-lafont-ex-pdg-de-lafarge-1161378.php.
[133] J. EL-AHDAB, *art. préc.*, p. 22.
[134] J.-C. SCIBERRAS, « 3 question : Les retraites chapeaux », *JCP* E 2014, n° 4, 48, p. 5.
[135] J. BARTHÉLÉMY, « Retraite chapeau article 39 et droit social », *JCP* E, 1994, 405, p. 538 : la retraite chapeau « *a largement été utilisée dans les années 50 dans les grandes entreprises qui voyaient la possibilité d'instaurer, par ce biais-là, des retraites comparables à celles offertes aux fonctionnaires par leur statut* ».

dirigeants[136]. En effet, l'article L. 137-11 du Code de la sécurité sociale conditionne son versement au caractère non individualisable de son financement et à l'achèvement de la carrière dans l'entreprise, ce qui pourrait inciter le dirigeant à rester dans la même entreprise. Les retraites chapeau peuvent être octroyées par une convention *ad hoc*, ou être insérées dans le montant de l'indemnité de départ. Elles sont souvent à prestations définies, ce qui signifie que la société s'engage sur le montant ou garantit le niveau des prestations définies par la convention, alors qu'il existe un mouvement général vers les régimes supplémentaires à cotisations définies[137]. Ceux-ci impliquent que la société verse à un organisme gestionnaire des cotisations régulières qui seront versées sous forme de rentes aux dirigeants retraités. La gestion du régime est dans ce cas assurée par l'organisme sans que la société ne garantisse le niveau des rentes payées[138].

Les montants des retraites chapeau versées aux dirigeants sociaux sont souvent source de polémiques et de contentieux puisqu'ils s'expriment en pourcentage des salaires eux-mêmes très élevés. C'est ainsi que la retraite chapeau de l'ancien président du directoire de PSA a été estimée, en 2013, à 21 millions d'euros avant que cette somme ne subisse une réduction de 27 %[139]. Cette situation a récemment invité le législateur à réformer ce type de rémunération[140].

26. Les différents éléments du parachute doré peuvent être complétés par une indemnité de non-concurrence.

b) L'indemnité de non-concurrence

27. Le départ du dirigeant peut être conditionné par un engagement de non-concurrence qui permet à la société de se garantir que son ancien dirigeant ne travaillera pas, directement

---

[136] Y. SAINT-JOURS, « Les retraites supplémentaires par capitalisation : côté pile et côté face », *Dr. soc.*, 1996, p. 627.
[137] IGF, « Encadrement des retraites chapeau », décembre 2014, p. 5.
[138] Sur les différents régimes de la retraite chapeau, M. HALLOPEAU, P. KLEIN, « Les retraites chapeau », *Journ. Sociétés*, décembre 2011, n° 93, p. 57 ; M. DEL SOL, « Les dispositions relatives aux régimes de retraite supplémentaire à cotisations définies et à prestations définies », *JCP* E 2011, n° 8, 1163, p. 40.
[139] A. TONNELIER, « Tour de vis symbolique sur les retraites chapeaux », *Le Monde*, 14 juin 2015, disponible sur http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/06/12/tour-de-vis-symbolique-sur-les-retraites-chapeaux_4652796_3234.html.
[140] J. BOURDOISEAU, V. ROULET, « La loi de financement de la sécurité sociale pour 2015 : aspects concernant les entreprises », *Gaz. Pal*. 21 avril 2015, n° 111, p. 17.

après la cessation des fonctions, pour ses concurrents[141]. La clause de non-concurrence apporte une limitation à la liberté du dirigeant d'exercer d'autres activités de direction après son départ, ce qui peut justifier la perception d'une indemnité en contrepartie[142].

Les montants élevés des indemnités de non-concurrence n'ont pas manqué d'être critiqués[143]. Ils peuvent parfois avoisiner ceux du parachute doré. Par exemple, pour qu'il s'engage à ne pas concurrencer directement ou indirectement son ancienne société pendant une durée de trois ans, l'ancien dirigeant d'Alcatel-Lucent recevra une indemnité de 4 millions d'euros[144].

C / Par-delà la qualification juridique : la légitimité de la rémunération

28. Certains éléments de rémunération posent un problème au regard de leur qualification juridique en ce qu'ils ne revêtent pas la qualité de « *rémunération* » au sens strict. La doctrine distingue entre la rémunération qui est, en principe, la rétribution du travail effectué, et l'indemnisation qui suppose la démonstration d'un préjudice[145], alors que certains avantages accordés aux dirigeants constituent, en quelque sorte, une participation aux résultats de la société. Pour un auteur, les avantages issus de la pratique contemporaine comme la prime d'arrivée, le parachute doré ou les stock-options ont une nature originale qui ne ressemble à aucune de ces catégories[146]. En réalité, aucune branche du droit n'appréhende de façon exhaustive et exclusive l'ensemble des éléments composant la rémunération des dirigeants. Il apparaît donc difficile de les rassembler sous une seule qualification. Retenir la notion de la rémunération prévue aux articles L. 225-47 et L. 225-43 du Code de commerce

---

[141] J.-M. MOULIN, « Obligation de non-concurrence et dirigeants sociaux », *Journ. sociétés*, décembre 2014, n° 125, p. 16 ; J.-L. NAVARRO, « L'obligation de non-concurrence en droit des sociétés », *Journ. sociétés*, octobre 2013, n° 112, p. 39.

[142] Cependant, contrairement à la jurisprudence en matière sociale, la validité de la clause de non-concurrence imposée à un dirigeant social non salarié ne nécessite pas le versement d'une contrepartie financière : Cass. com., 11 mars 2014, n° 12-12074, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111z7, p. 387, note J.-J. ANSAULT ; S. ROBINNE, « Retour sur la contrepartie financière à la clause de non-concurrence post-contractuelle en droit commercial », *Journ. sociétés*, décembre 2014, n° 125, p. 30.

[143] R. MARSIN-ROSE, « Regards sur l'obligation de non-concurrence en droit des sociétés », *JCP* E 2012, n° 48, 1713, p. 22, spéc. n° 22.

[144] Alcatel Lucent, « Information relative à l'accord de non concurrence conclu entre Michel Combes et la société », 3 août 2015, disponible sur https://www.alcatel-lucent.com/fr.

[145] A.VIANDIER, « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n°2007-1223 du 21 août 2007 », *JCP* E, 2007, 2129, p. 35. V. également, C. LE GALLOU, *La notion d'indemnité en droit privée*, Paris : L.G.D.J, 2007, spéc. p. 67 et s.

[146] B. GARECHE, *La qualification de quelques avantages financiers accordés aux dirigeants de sociétés en droit français*, Thèse, PARIS 13, 2009. Selon l'auteur, ces avantages revêtent à la fois une nature onéreuse « *amoindrie* » et une nature gratuite « *renouvelée* ». Il propose donc de créer une nouvelle classification juridique intermédiaire, intitulée « *Avantages* » pour y appliquer un régime juridique propre.

pourrait conduire à exclure du champ de notre étude les stock-options et les actions gratuites soumises à des dispositions spécifiques. De même, la définition donnée par l'article L. 242-1 du Code de la sécurité sociale de « *sommes versées en contrepartie ou à l'occasion de travail* » ne rend pas parfaitement compte de la diversité des rémunérations accordées aux dirigeants[147]. C'est en réalité le recours à la notion de rémunération du droit du travail qui semble pertinent pour déterminer le contenu de la notion de rémunération des dirigeants qui sera retenue dans la présente étude, même si ces derniers, bien entendu, ne souffrent pas la subordination. En vertu de l'article L. 3221-3 du Code du travail, constitue une rémunération, *« le salaire ou traitement ordinaire de base ou minimum et tous les autres avantages et accessoires payés, directement ou indirectement, en espèces ou en nature, par l'employeur au salarié en raison de l'emploi de ce dernier* ». Cette acception élargie, conforme à la pratique des sociétés, permet d'englober tous les avantages et les éléments de rémunération offerts par la société à ses dirigeants indépendamment de leur qualification juridique exacte.

29. Toutefois, il faut bien avouer que, quelle que soit la définition adoptée, tourne toujours autour de la rémunération l'idée de rétribution d'un travail accompli, donc d'une contrepartie pour l'entreprise. Ce point, crucial, permet de comprendre la problématique qui s'évince non pas de la grande diversité des rémunérations, mais bien de leur légitimité même. En effet, les différentes rémunérations attribuées aux dirigeants sociaux présentent, notamment lorsqu'elles sont cumulées, des montants importants. Ceux-ci sont-ils cependant excessifs ? En d'autres termes, quelle est la rémunération légitime ? L'on peut répondre intuitivement qu'il s'agit de celle qui correspond à une performance satisfaisante. Se pose alors la question de la nature et de l'évaluation de la performance. En effet, la détermination de la performance comptable de la société par les conseils pourrait être influencée par les dirigeants. Par ailleurs, la référence à la performance boursière de la société permettrait de légitimer certaines rémunérations, comme les stock-options, lorsque la valeur du marché augmente même si la valeur comptable de la société est inchangée[148]. De plus, dans ce dernier cas, la rémunération pourrait être à la fois dénoncée par l'opinion publique car trop élevée et validée par les actionnaires car la valeur boursière est à la hausse. De quel point de vue faudrait-il se placer pour juger la rémunération et envisager l'action éventuelle des pouvoirs

[147] Le critère de « *sommes versées* » conduit à exclure certains avantages octroyés aux dirigeants comme, par exemple, la souscription d'une assurance couvrant les conséquences pécuniaires de l'engagement de la responsabilité du dirigeant : J. CALBIAC, *Les avantages sociaux des dirigeants d'entreprise*, Paris : Presse Universitaire d'Aix-Marseille, 2012, p. 35.

[148] Sur la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable, T. PIKETTY, *Le capital au XXIe siècle*, Paris : Seuil, 2013, p. 297.

publics au cas où des montants seraient considérés comme excessifs ? L'ensemble de ces interrogations illustrent l'importance de la question de la rémunération des dirigeants et l'actualité des enjeux qu'elle peut soulever.

§ 3. LES ENJEUX DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS SOCIAUX

30. L'influence de certains dirigeants sur les membres des conseils d'administration ou de surveillance peut leur permettre de s'octroyer des rémunérations importantes[149]. Les montants de celles-ci sont souvent qualifiés d'excessifs par les médias et l'opinion publique[150]. Cependant, dans le monde des dirigeants eux-mêmes, ils peuvent apparaître « *aussi acceptables que désirables* »[151]. La littérature économique explique l'augmentation considérable des revenus des dirigeants notamment par la compétition internationale et l'augmentation de la taille des sociétés, suite aux phénomènes de fusions et acquisitions, qui accroissent les exigences dans la sélection des hauts dirigeants[152]. Par ailleurs, les rémunérations concernées semblent faibles par rapport aux capacités des entreprises qui les accordent.

31. Malgré le réalisme de ces arguments, le législateur s'est saisi de la question. Les scandales financiers qui se sont multipliés à partir des années 2000 et l'avènement de la crise économique ont accru l'intolérance à la rémunération des dirigeants mandataires sociaux. Certes, les avantages et les indemnités accordés à certains dirigeants ont pu apparaître choquants au regard des difficultés économiques et de la suppression d'emplois que leurs sociétés subissaient. Dans de telles situations, l'intervention législative se justifierait pour éviter que la rémunération ne constitue une « *prime à l'échec* »[153]. La jurisprudence ne

---

[149] M. MAGNAN, P. ROUSSEL, S. SAINT-ONGE, G. TREPO, « La rémunération des dirigeants d'entreprise : débats, enjeux et bilans », *in* J.-M. PERETTI, P. ROUSSEL, (dir.), *Les rémunérations : politiques et pratiques pour les années 2000* , Paris, Vuibert, coll. Entreprendre, 2000, p. 316.

[150] Une étude réalisée en 2008 a montré que l'expression de « parachute doré » était l'un des mots qui généraient auprès des français le plus d'inquiétudes. J. POMPEY, « Les mots de la crise selon les français », *Les Échos*, 12 décembre 2008, disponible sur http://www.lesechos.fr/12/12/2008/lesechos.fr/300316717_-les-mots-de-la-crise---selon-les-francais.htm.

[151] P. LE CANNU, « Les retraites chapeau, bref état des questions », *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113k5, p. 209.

[152] X. GABAIX, A. LANDIER, « Why has CEO pay increased so much ? », *Quarterly Journal of Economics*, 2008, vol. 123, issue 1, p. 49 ; X. GABAIX, A. LANDIER, J. SAUVAGNAT, « CEO pay and firm size: an update after the crisis », *The Economic Journal*, février 2014, vol. 124, issue 574, p. 40.

[153] F. GARRON, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *Rev. Sociétés* 2004, p. 795.

laisse d'ailleurs pas le champ entièrement libre à la « *cupidité des dirigeants* »[154] lorsque cette rémunération porte atteinte à l'intérêt social. Néanmoins, la réaction des pouvoirs publics a largement dépassé ces cas, finalement peu nombreux, pour répondre à un objectif plus général qu'est l'apaisement de l'opinion publique, celle-ci étant fréquemment agitée par la médiatisation très forte des pratiques rémunératoires exercées au sein des grandes sociétés cotées[155]. Les enjeux semblent donc davantage politiques et sociaux qu'économiques[156].

C'est un fait, les règles relatives à la fixation et à la transparence des rémunérations des dirigeants, qui sont restées d'une remarquable stabilité jusqu'aux années 2000, ont connu en une période relativement courte une évolution très importante. Entre 2001 et 2015, le Parlement a adopté plus de six lois visant à encadrer plus précisément ces rémunérations[157]. Le débat a dépassé les frontières nationales pour s'étendre à l'ensemble du continent. Les instances communautaires se sont donc intéressées à la question au travers de plusieurs initiatives de valeur juridique différente[158]. La multiplication des lois n'a pourtant pas permis de résoudre le problème et de mettre fin aux contestations sociales.

32. Sous la menace d'une nouvelle intervention législative, plusieurs organisations professionnelles sont intervenues, tant sur le plan national qu'international, pour élaborer des principes intégrés dans des codes de bonne conduite, des recommandations ou des avis. Ceux-ci font partie de la « *soft law* »[159], autrement dénommé « droit souple », et constituent des textes ou des dispositions juridiques « *n'ayant pas par eux-mêmes d'effets contraignants, mais susceptibles de contribuer, dans certaines conditions, à la formation de nouvelles règles juridiquement contraignantes* »[160]. Selon le Conseil d'État[161], le droit souple regroupe

---

[154] B. DONDERO, « La cupidité en droit des affaires : rapport de synthèse », *Gaz. Pal*. 31 décembre 2013, n° 365, p. 21.

[155] K. MORIS, *Médias et gouvernance d'entreprise : l'influence de la presse sur les dirigeants et la création de valeur*, Paris : Fnege-Vuibert, 2013, p. 2 : « *Les scandales financiers et comptables des années 2000 n'auraient probablement pas connu le même déroulement si les médias ne s'y étaient pas intéressés* ».

[156] P. LE CANNU, B. DONDERO, « Recommandations AFEP-MEDEF sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », *RTD com*. 2008, p. 791.

[157] Les différentes lois relatives à l'encadrement de la rémunération des dirigeants feront l'objet d'une étude approfondie dans la première partie de la présente recherche.

[158] Récemment, le Parlement européen a adopté le projet de la révision de la directive « droit des actionnaires », mais le texte n'a pas encore été consacré par la Commission européenne : S. DE ROBERT, « Sociétés cotées : comment se préparer à la révision de la directive « droit des actionnaires » », *Option Finance* 2015, n° 1328, p. 29.

[159] Les termes de « *soft law* » ont été employés pour la première fois par Lord Arnold McNair en 1930, *The functions and differing leagl character of treaties*, Oxford University Press, 1930.

[160] Ministère de la Culture et de la Communication, « Rapport annuel de la commission de terminologie et de néologie », 2008, p. 85, disponible sur http://www.dglflf.culture.gouv.fr/cogeter/Rapport_Cogeter_2008.pdf.

[161] Conseil d'État, *Le droit souple*, Paris : La documentation française, coll. Les rapports du Conseil d'État, 2013, p. 61.

l'ensemble des instruments réunissant trois conditions cumulatives : ils ont pour objet de modifier ou d'orienter les comportements de leurs destinataires ; ils ne créent pas par eux-mêmes de droits ou d'obligations pour ces derniers ; ils présentent, par leur contenu et leur mode d'élaboration, un degré de formalisation et de structuration qui les apparente aux règles de droit. Le droit souple se distingue ainsi du « *droit dur* » qui, pour sa part, crée des obligations dans le chef de ses destinataires, et modifie l'ordre juridique dans lequel il s'inscrit[162].

Dès lors, dans un grand mouvement de moralisation du droit des affaires[163] et afin d'encadrer l'attribution des rémunérations abusives, une place importante a été accordée aux règles du droit souple. Celles-ci misent sur l'éthique des dirigeants et se nourrissent essentiellement des principes consensuels de la gouvernance d'entreprise visant à assurer une meilleure gestion des rapports entre les différents acteurs de la société[164].

33. Le renvoi aux règles du droit souple pourrait laisser penser que le législateur n'interviendrait plus en la matière. Toutefois, l'efficacité de ces dernières n'étant pas définitivement établie, le débat sur un encadrement contraignant refait toujours surface après chaque scandale relatif aux rémunérations des dirigeants. Cette hésitation entre réglementation et autorégulation ne peut en réalité conduire « *qu'à rendre le brouillard encore plus épais qu'il n'est malheureusement déjà* »[165]. Se pose alors la question des normes et des modes de régulation qui devraient être privilégiés afin de faire face aux comportements suscitant l'indignation publique. Faudrait-il légiférer à nouveau et prévoir des règles d'ordre public encadrant plus strictement la rémunération des dirigeants ? Faudrait-il, dans une telle hypothèse, agir sur le montant de la rémunération ou seulement sur la procédure de sa détermination ? Ou bien, en revanche, conviendrait-il de respecter la liberté des sociétés et de laisser les mandataires sociaux s'autoréguler à travers les règles provenant du droit souple ? Pour une partie de la doctrine, il ne relève pas de la fonction de l'État, dans une économie libérale, de se préoccuper de la rémunération des dirigeants sociaux[166] ; la prolifération des

---

[162] *Ibid*.

[163] Sur le mouvement de moralisation du droit en général, C. GROULIER (dir.), *L'État moralisateur : regard interdisciplinaire sur les liens contemporains entre la morale et l'action publique*, Paris : mare & martin, coll. Droit et Science politique, 2014.

[164] O. MEIER, « La gouvernance dans tous ses états », *in* O. MEIER, G. SCHIER (dir.), *Gouvernance, éthique et RSE*, Paris : Lavoisier, 2009, p. 15 et s.

[165] I. TCHOTOURIAN, « L'entreprise « surencadrée » : l'illustration de la rémunération des dirigeants d'entreprise », *art. préc.*, p. 76.

[166] A. DUFFOUR, A. MILLERET-GODET, « Le statut des dirigeants de société : une notion à géométrie variable », *art. préc.*, p. 12.

lois pourrait d'ailleurs conduire à une complication des règles[167]. Pour une autre partie de la doctrine, l'idée de l'autorégulation est « *folle* »[168] et fait du droit un instrument entre les mains des puissants, malléable au gré de leurs intérêts. Par ailleurs, l'absence de force obligatoire sème le doute sur l'efficacité des principes qui sont principalement d'ordres moraux[169]. Une troisième partie considère que les droits dur et souple ne s'opposent pas, mais qu'ils constituent deux étapes séparées du processus d'édiction de la norme[170].

34. La présente étude a pour ambition de contribuer à la réflexion juridique sur la question sensible de l'excès de la rémunération des dirigeants puisque la multiplicité des normes adoptées en la matière amène bien légitimement à s'interroger sur leur efficacité. Son objectif est moins de proposer de nouvelles mesures pour encadrer la rémunération que de réfléchir sur le cadre dans lequel une évolution future pourrait être envisagée. Dès lors, l'ensemble des règles, dures et souples, appliquées à la rémunération des dirigeants sera analysé. Tout d'abord, une première partie s'attachera à démontrer que le droit positif relatif à l'excès des rémunérations initié par la jurisprudence ainsi que les normes consacrées au plan législatif n'ont pas réussi à apporter une réponse au problème de l'acceptabilité sociale de ces rémunérations **(PARTIE 1**). Puis, une seconde partie sera consacrée à l'examen des espoirs fondés sur les principes provenant du droit souple, espoirs vraisemblablement déçus à l'heure actuelle tant la question des rémunérations des grands dirigeants demeure encore régulièrement marquée par les scandales (**PARTIE 2**).

---

[167] D. MARTIN, « Choc de simplification : Nouvelle incantation ou réelle révolution ? », *JCP* G 2013, n° 25, 77, p. 1249. L. DE LA RAUDIÈRE, « Penser et voter la loi », *JCP* G 2015, n° 14, p. 6.
[168] A. BERNARD, « Le marché autorégulé, « une idée folle » ? », *D*. 2009, p. 2289.
[169] G. RIPERT, *La règle morale dans les obligations civiles*, Paris : L.G.D.J, 1949, p. 8 : « *Toutes les fois que la règle morale arrive à se faire reconnaître par le législateur ou par le juge, elle devient règle juridique grâce à la sanction qu'ils lui donnent…* ».
[170] A. OUTIN-ADAM, E. SCHLUMBERGER, « Soft law et droit des sociétés », *in Mélanges P. BISSARA*, Paris : ANSA, 2013, p. 287.

PARTIE 1 :

LES LIMITES DU DROIT DUR EN MATIÈRE DE RÉMUNÉRATIONS EXCESSIVES

35. « *Chaque fois que se produisent des scandales financiers de quelque ampleur, l'opinion publique, représentée par la presse et par l'initiative parlementaire, vient réclamer la protection de l'épargne. On a pu le vérifier en France depuis deux ans : la défense des épargnants est devenue le thème d'innombrables écrits, les propositions de loi, inspirées par ce légitime souci ont foisonné ; il est même arrivé que des projets de loi, dont la gestation se prolongeait, aboutissent à des textes définitifs* »[171]. Ces mots, datant de plus de quatre-vingts ans, semblent toujours d'actualité. La question de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées en est témoin.

En principe, la détermination de la rétribution de l'activité des dirigeants de sociétés ne relève pas de la responsabilité de l'État. Dans les systèmes économiques libéraux, l'existence de la rémunération puise sa source dans une liberté octroyée à la société. Celle-ci est souveraine, tant dans le principe d'une attribution que dans le montant de la rémunération. Pourtant, la société doit respecter les règles du droit commun et s'empêcher d'octroyer des sommes excessives à ses dirigeants. Lorsqu'elle est excessive, la rémunération peut être contestée devant les tribunaux. Le contrôle exercé par la jurisprudence a révélé, au fil du temps, un droit positif de l'excès afin de protéger l'intérêt de la société et de ses actionnaires ; ce contrôle s'articule autour du standard du droit des sociétés qu'est l'intérêt social.

36. D'un possible contrôle judiciaire de la rémunération abusive, certains auteurs ont déduit l'inutilité de l'élaboration d'un droit spécifique de la rémunération[172]. Cependant, le législateur ne s'est pas contenté des solutions dégagées par la jurisprudence et a souhaité aller au-delà de l'instrument de mesure privilégié par cette dernière qu'est l'intérêt social. En effet, la multiplication des scandales sur la rémunération des dirigeants et la survenance de la crise économique ont ému l'opinion publique et ont augmenté la pression sur l'État qui s'est

[171] R. PICARD, *La défense des actionnaires*, Paris : ANSA, 1931, p. 5.
[172] R. VATINET, R. LEBLANC, P. MANIÉRE et P. PORTIER, « La rémunération des dirigeants », *Cah. dr. entr*, 2008, n° 5, p. 11.

finalement trouvé contraint d'intervenir pour protéger l'intérêt, non plus social, mais général. Ainsi, pour des raisons essentiellement politiques[173], le législateur a imposé, à plusieurs reprises, de nouvelles mesures visant à encadrer l'attribution des avantages financiers aux dirigeants.

37. L'appréhension des mesures législatives en matière de rémunération des dirigeants nécessite d'examiner préalablement l'approche prétorienne de l'excès et les mécanismes de contrôle instaurés par la jurisprudence (**Titre 1**). Si ces mécanismes se sont montrés insuffisants face à la multiplication des scandales, pour autant, la prolifération des mesures législatives, en même temps qu'elle réduit la liberté de la société, peine à améliorer l'efficacité de la lutte contre les rémunérations excessives (**Titre 2**).

[173] B. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux », *in* V. MAGNIER (dir.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 111, spéc. p. 114.

TITRE -1-
L'APPROCHE PRÉTORIENNE DE L'EXCÈS

38. Les fonctions de direction dans une société peuvent ne pas être rémunérées. Mais lorsqu'elles le sont, il n'y a ni plancher ni plafond à respecter et les modalités d'attribution des gratifications aux dirigeants sont libres. Cette liberté rend la fixation des rémunérations variable et permet certains excès.

Le droit ne peut se désintéresser de l'usage que fait la société de sa liberté d'attribution de rémunérations à ses dirigeants et il cherche donc à le contrôler. La lutte contre les excès de rémunération des dirigeants n'est d'ailleurs pas récente. Si les textes législatifs cherchant à encadrer les rémunérations excessives se sont multipliés à partir du début des années 2000, la notion de « rémunération excessive » a existé bien avant cette date. Certains textes commerciaux et fiscaux visent, directement ou indirectement, le caractère excessif de la rémunération. Mais dans le domaine des sociétés, c'est surtout la jurisprudence qui a dégagé les règles et fixé les principes permettant de déterminer le caractère excessif d'une rémunération.

Lorsque la rémunération est jugée excessive, d'importantes conséquences juridiques et fiscales en découlent tant pour la société que pour les dirigeants concernés, telles que l'annulation de ladite rémunération, l'engagement de la responsabilité civile ou pénale de tous ceux qui l'ont irrégulièrement ou abusivement fixée, ou encore le redressement fiscal qui sanctionne toujours la commission d'un acte anormal de gestion[174]. Il convient alors de déterminer les limites au-delà desquelles la rémunération doit être considérée comme excessive (**Chapitre 1**). Le cas échéant, de nombreux instruments juridiques peuvent être envisagés pour sanctionner cet excès (**Chapitre2)**.

[174] V. PERRUCHOT-TRIBOULET, « Actualité de la rémunération des dirigeants de sociétés », *in* « Ingénierie patrimoniale », *JCP* N 2013, n° 22, 1153, p. 39.

CHAPITRE -1-
L'APPRÉCIATION DU CARACTÈRE EXCESSIF DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

39. La rémunération doit, de manière générale, être suffisamment juste pour récompenser le travail fourni par le dirigeant. Cependant, les services rendus ne doivent pas être surestimés et conduire à l'attribution des rémunérations excessives. Aucun texte juridique ne donne de définition de la rémunération normale ou de la rémunération excessive. Les règles légales précisent les modalités de fixation de la rémunération des dirigeants sociaux sans traiter de l'aspect quantitatif de celle-ci. La jurisprudence est donc venue suppléer l'insuffisance des textes.

Il est acquis en droit positif français que le juge ne peut pas s'immiscer dans la gestion de la société ; il lui est, par conséquent, impossible de déterminer la rémunération accordée aux dirigeants[175]. Lorsqu'elle est régulièrement fixée par l'organe compétent, la rémunération ne peut être ni modifiée ni supprimée par le tribunal[176]. Cependant, le juge peut être amené dans certaines situations, notamment lorsque le montant de la rémunération est très élevé, à apprécier son caractère normal ou excessif eu égard à l'intérêt social.

40. Plusieurs arguments ont ainsi été avancés pour justifier les niveaux très élevés des rémunérations accordées aux dirigeants sociaux : la précarité des fonctions du dirigeant, la lourde responsabilité assumée par celui-ci ou encore la rareté des dirigeants compétents au sein d'un marché mondial très demandeur[177]. Toutefois, si ces arguments peuvent justifier une rémunération relativement importante pour le dirigeant, ils ne peuvent jamais légitimer l'excès. En réalité, l'excès en matière de rémunération résulte essentiellement du conflit existant entre les intérêts des différentes catégories de personnes intéressées par la vie de l'entreprise. Ces catégories sont multiples : les actionnaires qui sont les propriétaires de la société, les dirigeants qui la conduisent, les salariés qui y travaillent, les clients ou les fournisseurs qui sont en rapport d'affaires plus ou moins étroit avec elle, les créanciers qui lui ont consenti des crédits et même l'État ou les collectivités locales qui lui accordent des

[175] Cass. com., 11 janvier 1972, n° 69-11205, *Bull. civ.*, IV, n° 19, p. 18 ; Cass. com., 17 décembre 2013, n° 12-27213, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 6, p. 147, note B. DONDERO.
[176] V. *infra*, n° 247.
[177] J. SECONDI, « La rémunération des dirigeants : le juste prix », *Problèmes économiques*, 5 décembre 2007, n° 2. 936, p. 2, spéc. p. 4.

facilités d'installation sur des zones industrielles, des primes et des avantages fiscaux. Les intérêts de chacune de ces catégories varient selon les circonstances et sont susceptibles aussi bien de converger que de s'opposer[178]. Toute société est, comme l'explique un auteur, *« une structure de partage du pouvoir et du profit : partage du pouvoir entre dirigeants et actionnaires, ainsi qu'entre actionnaires eux-mêmes ; partage du profit entre ces derniers. Cette structure tire sa force de l'intérêt commun de ses membres et sa faiblesse des conflits d'intérêts* »[179]. C'est dans le cadre de ces conflits d'intérêts que se situe le débat sur la rémunération excessive des dirigeants sociaux[180].

En l'absence d'une définition juridique ou jurisprudentielle du conflit d'intérêts[181], celui-ci peut être défini, en général, comme « *la situation dans laquelle un agent doit, à l'occasion d'une opération déterminée, trancher entre l'intérêt qui lui est confié et un autre intérêt* »[182]. Ce type de conflit pourrait se trouver entre les intérêts du dirigeant et ceux de la société qu'il dirige, et aurait éventuellement une influence sur la décision déterminant sa rémunération[183]. Berle et Means sont à l'origine de la théorie de la divergence des intérêts des dirigeants et des actionnaires résultant de la dissociation croissante entre propriété du capital et exercice du pouvoir dans l'entreprise[184]. Cette divergence d'intérêts conduirait à faire prévaloir l'intérêt de l'un sur celui de l'autre. Certes, lorsque l'intérêt social prime, il n'y a rien d'anormal. À l'inverse, l'excès se produit lorsque l'intérêt personnel du dirigeant est privilégié. Celui-ci chercherait à maximiser ses avantages. Sa place dans la société et sa maîtrise des relations juridiques et humaines au sein de celle-ci lui permettraient d'occuper

---

[178] J. PAILLUSSEAU, « Les fondements du droit moderne des sociétés », *JCP* N 1985, I, 3148, p. 263, spéc. p. 272.
[179] D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Paris : Joly, 2004, p. 27.
[180] G. LYON-CAEN, « Encore la rémunération des PDG », *D. aff.* 1996, p. 162 : « *Si l'on tient à donner au débat [sur la rémunération des dirigeants] son vrai sens, il faut le situer dans le cadre qui est le sien, celui du conflit d'intérêts* ».
[181] M. HIRSCH, « Les conflits d'intérêts non gérés ruinent la démocratie », *JCP* G 2011, n° supplément n° 52, p. 2 ; B. DONDERO, « Le traitement juridique des conflits d'intérêts : entre droit commun et dispositifs spéciaux », *D.* 2012, p. 1686.
[182] T. DOUVILLE, *Les conflits d'intérêts en droit privé*, Paris : L.G.D.J-Lextenso, 2014, p. 146 ; D. SCHMIDT, « Essai de systématisation des conflits d'intérêts », *D.* 2013, p. 446 ; M. MEKKI, « Introduction à la notion de conflits d'intérêts », *in Les conflits d'intérêts*, actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XVII, Paris : Dalloz, 2013, p. 3 ; P.-F. CUIF, « Le conflit d'intérêts : Essai sur la détermination d'un principe juridique en droit privé », *RTD com.* 2005, p. 1 ; J. MORET-BAILLY, « Définir les conflits d'intérêts », *D.* 2011, p. 1100.
[183] Y. PACLOT, « Intérêt social et rémunérations des dirigeants sociaux », *Journ. sociétés*, octobre 2009, n° 69, p. 69. V. également, V. MAGNIER, « Les conflits d'intérêts dans les *Principles of corporate Governance* », *in* V. MAGNIER (dir.), *Les conflits d'intérêts dans le monde des affaires, un Janus à combattre ?*, Paris : PUF, Coll. CEPRISCA, 2006, p. 139.
[184] A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, *op. cit.*

une position de choix dans la détermination de sa rémunération et de s'octroyer des avantages très élevés au détriment de l'intérêt social.

41. La prise en compte de l'intérêt social et l'incidence de l'octroi de l'avantage sur cet intérêt sont primordiales pour apprécier l'excès de la rémunération. En effet, lorsqu'elle est appelée à se prononcer sur le caractère excessif d'une rémunération, la jurisprudence se fonde sur plusieurs critères qui ont pour point commun de protéger l'intérêt social. C'est donc ce dernier qui constitue le critère général d'appréciation par le juge des avantages octroyés aux dirigeants sociaux. Pourtant, la notion d'intérêt social est marquée par le flou juridique qui l'entoure[185]. Il convient donc d'en préciser le contenu (**Section 1**), avant d'analyser les règles et les critères sur lesquels se fonde la jurisprudence pour apprécier la rémunération des dirigeants et, partant, protéger l'intérêt social (**Section 2**).

SECTION -1- DÉFINITION DU CRITÈRE GÉNÉRAL D'APPRÉCIATION : L'INTÉRÊT SOCIAL

42. « *L'intérêt social apparaît comme l'une des notions fondamentales du droit des sociétés [….]. Les actes qui le contrarient peuvent être annulés alors que ceux qui lui sont conformes sont valables* » [186].

L'intérêt social a fait l'objet de très nombreuses recherches. L'importance qu'il revêt dans le fonctionnement des sociétés est incontestable. Selon un auteur, c'est « *la boussole* » de la société[187] ; pour un autre, il est le « *contrepoids nécessaire au contrôle* »[188] ou encore un « *instrument technique doté d'effets précis et immédiats* »[189]. En matière de rémunération des dirigeants, l'intérêt social a deux fonctions[190]. D'une part, il joue un rôle justificatif permettant d'expliquer la mise en cause de certains avantages octroyés aux dirigeants de

[185] A. COURET, « L'intérêt social », *in* « Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées », *JCP* E 1996, n° 40, *Cah. dr. entr*, suppl. n° 4, p. 1.
[186] J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme : Technique juridique d'organisation de l'entreprise*, *op. cit.*, p. 173 ; C. BAILLY-MASSON, « L'intérêt social, une notion fondamentale », *LPA* 9 novembre 2000, n° 224, p. 6.
[187] A. PIROVANO, « La "boussole" de la société, Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? », *D*. 1997, p. 189.
[188] C.-J. BERR, « La place de la notion de contrôle en droit des sociétés », *in Mélanges D. BASTIAN*, Paris : Librairies techniques, 1974, p. 1, spéc. p. 14.
[189] J. SCHAPIRA, « L'intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme », *RTD com.* 1971, p. 957. spéc. p. 958.
[190] A. VIANDIER, *La notion d'associé*, Paris : L.G.D.J, 1978, p. 133.

sociétés. D'autre part, la violation de l'intérêt social est une condition nécessaire pour sanctionner le versement d'une rémunération. La prise en compte de l'intérêt social est donc centrale pour apprécier et légitimer les différents avantages versés aux dirigeants. Le juge est amené à s'assurer de la conformité de la rémunération à l'intérêt social. Lorsque celui-ci est violé, la rémunération est excessive.

L'intérêt social est classiquement présenté comme une notion à contenu variable sur laquelle aucun consensus n'existe[191]. La loi ne définit pas cette notion alors pourtant que certains textes y font allusion en en faisant une sorte de guide dont la violation peut être source de responsabilité. Par exemple, dans les sociétés civiles, l'article 1848 du Code civil dispose que « *le gérant peut accomplir tous les actes de gestion que demande l'intérêt de la société* ». Le délit d'abus de biens sociaux, prévu par les articles L. 241-3 et L. 242-6 du Code de commerce, fait également référence à l'intérêt social[192]. Face à l'absence de définition légale de la notion d'intérêt social et à la nécessité pratique de l'appréhender, c'est à la doctrine et à la jurisprudence qu'il est revenu d'en tracer les contours. Ainsi, l'intérêt social a fait l'objet d'une pluralité de définitions doctrinales **(§1)** et d'une multiplicité d'approches jurisprudentielles **(§2)**.

§ 1. PLURALITÉ DES DÉFINITIONS DOCTRINALES

43. Deux grands courants doctrinaux peuvent classiquement être distingués dans la définition de l'intérêt social. Pour certains, cet intérêt correspond strictement à l'intérêt commun des associés **(A)**, alors qu'il s'agit, pour d'autres, de l'intérêt de la personne morale ou, plus largement, de l'entreprise **(B)**. Une troisième thèse vient s'ajouter à ces deux courants en proposant un compromis entre les deux conceptions **(C)**.

[191] D. PORACCHIA, D. MARTIN, « Regards sur l'intérêt social », *Rev. sociétés* 2012, p. 475.
[192] C.com. art. L.242-6 : « *Est puni d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 375 000 euros le fait pour : Le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme de faire, de mauvaise foi, des biens ou du crédit de la société, un usage qu'ils savent contraire à l'intérêt de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement* ».

A / Conception stricte de l'intérêt social

44. L'intérêt commun des associés ou des actionnaires, selon le type de société en cause, constitue l'un des fondements essentiels du contrat de société. Il s'agit de l'intérêt de chacun des associés qui est finalement identique pour tous[193]. L'exigence de cet intérêt fonde l'*affectio societatis* que la Cour de cassation définit en une collaboration effective dans un intérêt commun et sur un pied d'égalité pour participer aux bénéfices et aux pertes[194]. Cette même exigence est à l'origine de la condamnation des clauses léonines par lesquelles un associé est totalement privé de sa participation aux pertes ou aux bénéfices[195]. La conception stricte de l'intérêt social suppose que « *la société est constituée dans l'intérêt des associés : elle n'est pas constituée en vue de satisfaire un autre intérêt que celui des associés, qui ont seuls vocation à partager entre eux le bénéfice social* »[196]. L'intérêt social se confond donc bien avec l'intérêt commun des associés[197].

Les partisans de la définition étroite de l'intérêt social la justifient en revenant à la lettre de l'article 1833 du Code civil qui dispose que « *toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés* ». Cet article, applicable à toutes les formes sociales, souligne la communauté d'intérêts qui lie les associés et qui s'oppose à ce que certains s'avantagent au détriment des autres. Il confirme aussi l'intérêt des associés comme objectif de la société[198]. L'intérêt commun repose sur la théorie contractuelle de la société. Celle-ci résulte de l'article 1832 du Code civil qui assigne pour but à la société la réalisation de bénéfices et le partage de ces derniers entre les associés[199]. Le but social est donc l'enrichissement au bénéfice de la collectivité, lequel est déterminé par l'intérêt collectif des associés. Même le rapport du sénateur Philipe Marini, qui n'a pas retenu la conception stricte de l'intérêt social, a toutefois reconnu que la première raison d'être de toute société est

---

[193] M. COZIAN, A. VIANDIER , F. DEBOISSY, *Droit des sociétés, op. cit.*, p. 231.
[194] Cass. com., 3 juin 1986, n° 85-12118, *Bull. civ.*, IV, n° 116, p. 98 ; *Rev. sociétés* 1986, p. 585, note Y. GUYON.
[195] C. civ. art. 1844-1 : « *La stipulation attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites* » ; D. SCHMIDT, « De l'intérêt commun des associés », *JCP* E, 1995, n° 48, 404, p. 535.
[196] D. SCHMIDT, « De l'intérêt social », *JCP* E 1995, I, n° 38, 488, p. 361.
[197] *Ibid*. Il convient de signaler que le professeur Dominique SCHMIDT est le chef de file de ce courant doctrinal qui assimile l'intérêt social à l'intérêt commun des associés.
[198] D. SCHMIDT, « De l'intérêt social », *art. préc.*, p. 361.
[199] C. civ. art 1832 : « *La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter* ».

l'enrichissement de ses actionnaires[200]. Cette conclusion n'est pas sans portée pratique : elle « *développe tous ses effets à l'égard des sociétés de capitaux, notamment celles cotées en bourse : les investisseurs attendent une création de richesse à partir des fonds propres qu'ils ont apportés ou mis en réserve dans l'objectif d'une optimisation de la valeur de leurs actions* »[201]. Ainsi, dans la mesure où tous les associés sont d'accord, ils peuvent décider librement du sort de la société, par exemple, en décidant de la dissoudre alors même qu'elle serait économiquement viable, à condition de respecter, évidemment, l'ordre public et les engagements souscrits à l'égard des tiers. De même, une rupture d'égalité pourrait ne pas être contraire à l'intérêt social. En effet, la satisfaction de l'intérêt commun exige parfois que les actionnaires accordent des avantages à certains d'entre eux. Ces avantages qui rompent l'égalité de traitement, ne rompent pas la communauté d'intérêts s'ils sont acceptés par les actionnaires qui n'en bénéficient pas[202]. En matière de rémunération des dirigeants sociaux, la conception stricte de l'intérêt social pourrait justifier la mise en cause du montant de cette rémunération lorsqu'il est contesté par les actionnaires[203].

45. Malgré son légitime souci de défendre la propriété et les intérêts de ceux qui financent l'économie, l'assimilation de l'intérêt social au seul intérêt des associés a fait l'objet de vives critiques émanant d'une partie de la doctrine qui préfère le définir comme l'intérêt de la personne morale ou, dans une conception plus large, de celui de l'entreprise.

B / Conception extensive de l'intérêt social

46. Les partisans d'une définition élargie de l'intérêt social rejettent la conception stricte en refusant de faire de la société la chose des seuls détenteurs de son capital, et en estimant qu'il s'agit d'une interprétation ancienne et réductrice[204]. La conception extensive repose sur l'analyse fonctionnelle et institutionnelle de la société selon laquelle l'intérêt social serait rattaché à celui de la société entendue comme une entité juridique ou comme une entité

[200] Rapport P. MARINI, *La modernisation du droit des sociétés, op. cit.,* p. 12
[201] D. SCHMIDT, « De l'intérêt social », *art. préc.*, p. 361.
[202] D. SCHMIDT, « De l'intérêt commun des associés », *art. préc.*, p. 536.
[203] V. *infra*, n° 287 et s.
[204] J. PAILLUSSEAU, « Les fondements du droit moderne des sociétés », *art. préc.*, p. 276 ; F.-G. TRÉBULLE, « Stakeholders Theory et droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 1, p. 7.

économique[205]. Il en découle que l'intérêt social peut s'entendre comme l'intérêt de la personne morale **(a)** ou comme l'intérêt de l'entreprise **(b)**.

a) Intérêt social et intérêt de la personne morale

47. Pour une partie de la doctrine, l'intérêt social n'est que l'intérêt de la personne morale qui « *ne se confond pas avec l'intérêt égoïste et immédiat des associés [….] ; la société a un intérêt propre qui transcende celui des associés* »[206]. Le pouvoir juridique des associés et des dirigeants a donc pour finalité l'intérêt supérieur et dominant de la personne morale. Cela résulte de la fiction juridique qui permet de distinguer la personne morale des personnes physiques qui la composent[207]. Ce courant doctrinal rapproche la notion d'intérêt de celle de patrimoine et invite à voir dans le patrimoine de l'être moral l'attribut principal de sa personnalité juridique[208]. Ainsi, reconnaître à la personne morale la possibilité de jouir d'un patrimoine autonome implique de reconnaître qu'elle possède un intérêt propre. Les organes de la personne morale sont chargés d'exprimer sa volonté, de la représenter vis-à-vis des tiers et enfin de gérer et de disposer des biens qui composent son patrimoine. La finalité de l'action de ces organes est donc l'intérêt de la personne morale[209].

Concrètement, cette approche patrimoniale n'est pas très éloignée de la conception stricte de l'intérêt social, car elle laisse aux associés la maîtrise de la personne morale et fait de l'intérêt de ceux-ci l'objectif prioritaire de la société. Cependant, cette conception tient en même temps compte de l'intérêt de tous les participants à la vie de la personne morale. En effet, la satisfaction prioritaire de l'intérêt des associés ne peut être poursuivie en méconnaissance, d'une part, de l'intérêt de la personne morale, car celle-ci dispose d'un intérêt propre, lié à la possession d'un patrimoine autonome permettant d'organiser une activité économique et, d'autre part, de l'intérêt de ceux qui ont contracté avec cette personne, afin de concourir à cette activité[210].

---

[205] M.-A. MOUTHIEU, *L'intérêt social en droit des sociétés*, Paris : L'Harmattan, 2009, p. 19.
[206] v. M. COZIAN, A. VIANDIER , F. DEBOISSY, *Droit des sociétés, op. cit.*, p. 231.
[207] La personne morale se définit comme un groupement de personnes ayant l'aptitude juridique à être titulaire de droit et assujetti à des obligations, et à se présenter comme un sujet de droit fictif distinct de la personne des membres qui le composent. G. CORNU, *Vocabulaire juridique, op. cit.*, p. 759.
[208] J. HAMEL, « La personnalité morale et ses limites », *D.* 1949, p. 144.
[209] A. CONSTANTIN, « Intérêt social : quel intérêt ? », *in Mélanges B. MERCADAL*, Levallois-Perret : F. Lefebvre, cop. 2002, p.317, spéc. p. 330.
[210] *Ibid.*

48. Une autre partie de la doctrine a poussé plus loin encore cette logique maximaliste en estimant qu'il faut tenir compte non seulement de l'intérêt de la personne morale, mais également, plus largement, de celui l'entreprise.

b) Intérêt social et intérêt de l'entreprise

49. Pour certains auteurs, l'intérêt social n'est en réalité que « *le reflet de l'intérêt de l'entreprise* »[211]. Ce courant doctrinal définit l'entreprise comme un ensemble de moyens en capital et en travail destiné à assurer la production de biens et de services[212]. L'intérêt social est donc l'intérêt d'un organisme économique, point de rencontre de multiples intérêts. Cette conception de l'intérêt social a été développée par les membres de l'école dite de Rennes[213]. Selon ces derniers, l'intérêt social ne saurait se confondre avec l'intérêt des associés. La société aurait en effet un intérêt propre qui irait bien au-delà de l'intérêt de ses propriétaires et qui engloberait également celui des salariés, des créanciers, des fournisseurs, des clients, etc. L'intérêt social ne serait donc rien d'autre que l'intérêt de l'entreprise, définie comme une entité autonome et indépendante dont la prospérité serait le point commun entre les différents intérêts. La protection de l'intérêt propre de l'entreprise garantirait par conséquent la protection de l'ensemble des autres intérêts[214]. Cette conception a été reprise dans le rapport Viénot sur le conseil d'administration des sociétés cotées qui définit l'intérêt social comme « *l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant ses fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise* »[215].

50. Contrairement à la conception étroite, la définition élargie de l'intérêt social permet de sanctionner la rémunération excessive du dirigeant lorsque l'excès porte atteinte à l'intérêt

---

[211] M. DESPAX, *L'entreprise et le droit*, Paris : L.G.D.J, 1956, p. 209, n° 192.
[212] Pour une présentation doctrinale et jurisprudentielle de la notion d'intérêt de l'entreprise : v. M.-C. MONSALLIER, *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme*, Paris : L.G.D.J, 1998, p. 319, n° 764.
[213] Cette école est représentée principalement par les professeurs C. CHAMPAUD, « Quand la Justice cherche sa voie : l'abus des biens sociaux », *Dr et patrimoine*, avril 1997, p. 56, et J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme : Technique juridique d'organisation de l'entreprise*, *op.cit.*
[214] J. PAILLUSSEAU, « L'efficacité des entreprises et la légitimité du pouvoir », *LPA* 19 juin 1996, n° 74, p. 17, spéc. p. 23.
[215] Rapport de M. VIÉNOT, « Le conseil d'administration des sociétés cotées », Rapport CNPF/AFEP, juillet 1995, p. 8.

de l'entreprise et non seulement à celui des actionnaires. Cette conception n'a pourtant pas manqué d'être critiquée par les défenseurs de la conception stricte, mais également par ceux qui pensent qu'aucune des deux conceptions ne donne entièrement satisfaction.

C / Conception mixte de l'intérêt social

51. Les partisans de la thèse dite du « *juste milieu* »[216] considèrent que l'adoption d'une définition étroite de l'intérêt social porterait atteinte à la pérennité de l'entreprise et de l'emploi au profit des seuls intérêts capitalistes à court terme. La définition extensive ne convient pas non plus car, en privilégiant l'intérêt de l'entreprise, elle néglige l'importance de celui des associés, alors que sans ces derniers il n'y aurait pas d'entreprise[217]. Cette théorie cherche à concilier les deux courants doctrinaux en soulignant la nécessité de trouver « *un compromis entre d'un côté, l'individualisme libéral et l'autonomie de la volonté, de l'autre, la prise en compte de l'intérêt général* »[218].

52. Ce n'est pas la première fois que les auteurs tentent de sortir de la dichotomie traditionnelle. Ainsi, un auteur a déjà proposé d'unifier les deux approches de l'intérêt social en supposant que l'entreprise s'est réifiée et est devenue aujourd'hui « *un portefeuille d'actifs risqués et il appartient donc aux dirigeants sociaux de réaliser la meilleure productivité de ce portefeuille d'actifs* »[219]. Il considère, en conséquence, que l'évolution du droit en la matière se caractérise par « *un déplacement du centre de gravité de l'intérêt social* »[220]. L'intérêt de l'entreprise correspondrait ainsi à celui des associés. Cette analyse ne fait donc qu'adhérer à la conception stricte de l'intérêt social et n'apporte pas de réponse définitive à la question.

De même, dans le but d'éviter de choisir entre les deux conceptions, un auteur a proposé de cesser d'utiliser la notion d'intérêt social, soulignant qu'elle n'a pas de consistance

---

[216] J.-P. BERTREL, « Liberté contractuelle et sociétés : Essai d'une théorie du juste milieu en droit des sociétés », *RTD com.* 1996, p. 595.
[217] J.-P. BERTREL et G. DEROUBAIX, « La position de la doctrine sur l'intérêt social », *Dr et patrimoine*, avril 1997, p. 42. *art. préc.*, p. 45.
[218] *Ibid* ; V. également, Y. CHAPUT, *Droit des sociétés*, Paris : PUF, Thémis, coll. Droit fondamental, 1993, n° 177 : « *dès que l'on parle d'intérêt [social], celui-ci risque d'éclater s'il n'assure pas un compromis efficace entre les véritables intérêts égoïstes ou altruiste en cause ; ceux des associés, individuellement considérés, des cocontractants, des concurrents, comme des pouvoirs publics qui poursuivent cet impalpable 'intérêt général' fondement de bien des interventions législatives* ».
[219] A. COURET, « Le gouvernement d'entreprise : la *corporate governance* », *D.* 1995, *art. préc.*, p. 165.
[220] *Ibid.*

juridique et n'a donc « *aucune utilité pratique* »[221]. Selon lui, les juges ne cherchent qu'à protéger le patrimoine de la société dans l'intérêt des actionnaires non dirigeants et des créanciers. Il suffirait alors d'assurer la conformité de certaines opérations aux intérêts des actionnaires non dirigeants et des créanciers au lieu de faire référence à la notion « *superflue* »[222] d'intérêt social. Néanmoins, cette position n'en est rien différente de la perception extensive de l'intérêt social qui prend en compte les intérêts des créanciers et refuse de limiter ce dernier au strict intérêt des associés. De plus, il semble difficile d'accepter cette opinion, car elle conduirait à écarter l'utilisation d'une notion très importante du droit des sociétés ou à en confier la définition aux actionnaires non dirigeants et aux créanciers qui n'ont aucune légitimité pour le faire[223].

D'après un autre auteur[224], la notion d'intérêt social, étant très difficile à appréhender selon l'une ou l'autre des définitions proposées par la doctrine, peut être remplacée par un autre critère dégagé par la pratique juridique. Il s'agit du critère du « *facteur risque* » qui pose le principe suivant : seul l'intérêt des actionnaires doit être protégé jusqu'à ce que l'opération envisagée fasse courir un risque à des tiers. Dans ce cas, les risques encourus permettent de définir les intérêts à faire primer et, dès lors, de répartir les intérêts en fonction des situations de droit et de fait. La société unipersonnelle fournit un exemple de la prise en compte du « *facteur risque* ». Dans cette forme de société, seul l'intérêt de l'actionnaire est censé être protégé jusqu'à un certain seuil de risque pris par la société. Mais au-delà de ce seuil, l'intérêt social doit être considéré dans sa définition extensive tant les conséquences éventuelles de la prise de risque ne sont plus seulement supportées par l'actionnaire unique, mais par ses créanciers, ses salariés, etc. Cependant, l'auteur admet que le critère du facteur risque n'est pas toujours efficace. Outre la difficulté inhérente à l'identification du risque, ce critère ne saurait être utilisé en toutes circonstances[225].

53. L'intérêt social se révèle donc une notion à géométrie variable que les uns souhaiteraient soumettre à la seule volonté des associés et que les autres refusent de limiter

---

[221] G. SOUSI, « Intérêt du groupe et intérêt social (Réflexion à propose d'un jugement rendu par le tribunal de grande instance de Paris le 16 mai 1974 dans l'affaire Willot-Saint-Frères) », *JCP* CI, 1975, 11816, p. 381, spéc. p. 386.
[222] *Ibid.*
[223] S. SCHILLER, *Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés : Les connexions radicales*, Paris : L.G.D.J, 2002, n° 249, p. 125.
[224] D. MARTIN, « L'intérêt des actionnaires se confond-il avec l'intérêt social ? » *in Mélanges D. SCHMIDT*, Paris : Joly éd., 2005, p. 359, spéc. p. 365.
[225] Selon l'auteur : « *En situation de risque, la stratégie de l'instant influence considérablement le comportement de l'actionnaire et l'intérêt des actionnaires peut alors devenir le pire ennemi de l'intérêt de la société* », p. 367.

aux intérêts strictement capitalistes. Ces querelles doctrinales semblent avoir influencé la jurisprudence qui retient tantôt la première approche, tantôt la deuxième, et ce, non seulement en matière de rémunération des dirigeants, mais aussi de manière générale.

§ 2. MULTIPLICITÉ DES APPROCHES JURISPRUDENTIELLES

54. À l'instar de la doctrine, la jurisprudence hésite devant la définition de l'intérêt social. Aussi l'identifie-t-elle tantôt à l'intérêt commun des associés **(A)**, tantôt à l'intérêt de l'entreprise **(B)**.

A / La prise en compte de l'intérêt commun des associés

55. La jurisprudence a pu, à certaines occasions, consacrer la notion d'intérêt social compris comme l'intérêt des associés, notamment dans un arrêt rendu le 4 octobre 1994[226]. En l'espèce, l'associé minoritaire reprochait aux majoritaires le coût de location de nouveaux locaux construits par une SCI appartenant à certains associés. Bien que la rupture d'égalité ait été caractérisée, la Cour de cassation, en constatant l'augmentation de l'activité de la société, a considéré que la location n'était pas contraire à l'intérêt social. Dans cette décision, seule compte l'évolution de l'activité indépendamment des actes effectués. Cette position a été confirmée par un arrêt du 24 janvier 1995[227]. En l'espèce, l'actionnaire majoritaire d'une société avait cédé ses actions à une société créée à cet effet. La Cour de cassation a estimé que cet acte était contraire à l'intérêt social de la première société puisque son chiffre d'affaires, son bénéfice et le prix de ses actions avaient chuté et le pouvoir de décision de ses organes avait disparu. En se fondant principalement sur l'évolution des résultats de l'entreprise pour déterminer le respect de l'intérêt social, la Cour de cassation ramène l'objectif de la société à une dimension strictement patrimoniale au profit des associés[228]. L'intérêt de ces derniers se confond, dans cette situation, avec l'intérêt de la personne morale.

La position favorable à la conception stricte de l'intérêt social se révèle clairement dans le domaine de la recevabilité de l'action civile en matière d'abus de biens sociaux. La Cour de cassation considère que seule la société, comprise au sens étroit du terme, peut être victime

[226] Cass. com., 4 octobre 1994, n° 93-10934, *Defrénois* 1995, p. 251, note P. LE CANNU.
[227] Cass. com., 24 janvier 1995, n° 93-13273, *Bull. civ.*, IV, n° 27, p. 22.
[228] D. MARTIN, « L'intérêt des actionnaires se confond-il avec l'intérêt social ? », *art. préc.*, p. 364.

directe des abus des dirigeants et peut ainsi se constituer partie civile. En revanche, les créanciers[229] et les salariés[230] se voient systématiquement refuser la possibilité d'intenter une action sur ce fondement au motif que le préjudice causé par un fait d'abus de biens sociaux n'est pour eux qu'indirect. Là encore, la jurisprudence adopte la conception contractuelle de la société qui limite l'intérêt social au seul intérêt des associés. Cette position semble toutefois contradictoire avec la conception large de l'intérêt social qui est souvent retenue par la jurisprudence.

B / La prise en compte de l'intérêt de l'entreprise

56. La jurisprudence s'est le plus souvent ralliée à une conception extensive de l'intérêt social. L'arrêt Fruehauf, rendu le 22 mai 1965 par la cour d'appel de Paris, a semblé consacrer la conception de l'intérêt social comme intérêt de l'entreprise[231]. Afin d'imposer l'exécution d'un contrat dont ne voulait pas l'actionnaire majoritaire, et de préserver ainsi l'existence de la société, les juges ont ordonné la désignation d'un administrateur provisoire en estimant que pour une telle désignation, « *le juge des référés doit s'inspirer des intérêts sociaux par préférence aux intérêts personnels de certains associés, fussent-ils majoritaires, et qu'il n'est nullement certain au surplus que cette nomination soit contraire aux intérêts réels des appelants* ». Cette solution a été saluée par certains auteurs qui sont favorables à la thèse de l'entreprise[232]. Toutefois, l'importance de cet arrêt a été remise en cause en raison de son contexte politique[233].

La conception large de l'intérêt social inspire les solutions en matière de nomination d'un administrateur provisoire qui se substituera aux organes légaux en cas de crise[234] ainsi qu'en matière de garantie ou de sûreté consentie par une société au profit d'un associé ou d'un

---

[229] Cass. crim., 26 juin 1989, n° 88-84177, *Rev. sociétés* 1990, p. 59, note B. BOULOC ; Cass. crim., 9 novembre 1992, n° 92-81432, *Bull.* crim., 1992, n° 361, p. 1004.
[230] Cass. crim., 7 mars 2000, n° 99-81011 ; Cass. crim., 23 mars 2005, n° 04-84756, *Dr. pén.* 2005, comm. n° 91, p. 19, note J.-H. ROBERT et M. VÉRON.
[231] CA Paris, 22 mai 1965, *D.* 1968, p. 45, note R. CONTIN.
[232] R. CONTIN, note sous CA Paris, 22 mai 1965, *D.* 1968, p.51.
[233] En l'espèce, la société Fruehauf France avait conclu un contrat avec la République populaire de Chine. Au cours de l'exécution de ce contrat, les dirigeants avaient reçu l'ordre de la société mère américaine Fruehauf International d'arrêter ce contrat en raison du contexte politique. Les administrateurs minoritaires français avaient donc sollicité de la part du juge une mesure d'urgence pour dénouer la crise. Alors qu'il n'y avait pas de paralyse de la société, le juge a décidé de nommer un administrateur provisoire au motif que la rupture était contraire aux intérêts de la filiale et que pour nommer un administrateur provisoire le juge des référés devait s'inspirer des intérêts sociaux par préférence aux intérêts personnels de certains associés, même majoritaires.
[234] G. BOLARD, « Administrateur provisoire et mandat ad hoc : du fait au droit », *JCP* G 1995, I, n° 46, 3882, p. 439.

tiers, notamment dans les groupes familiaux[235]. Dans ce dernier cas, la Cour de cassation estime que la validité de la sûreté donnée par une société n'exige pas nécessairement le consentement unanime des associés[236] dès lors que l'opération se rattache, même indirectement, à l'objet[237] et à l'intérêt[238] de la société. L'identification par la jurisprudence de l'intérêt social à l'intérêt de l'entreprise apparaît particulièrement forte en matière d'abus de biens sociaux. La contrariété à l'intérêt social figure parmi les éléments constitutifs du délit. Cependant, la loi ne définit pas l'acte contraire à l'intérêt social. Cette imprécision des textes a permis à la jurisprudence de retenir une interprétation élargie des intérêts qui peuvent être lésés par l'abus commis par le dirigeant. La répression pénale du délit d'abus de biens sociaux tend à orienter l'exercice des pouvoirs des dirigeants vers la satisfaction de l'intérêt de l'entreprise. Ceci résulte de la jurisprudence qui considère que l'assentiment des associés ne fait pas disparaître le délit d'abus de biens sociaux[239], de même que de celle qui applique les critères de ce délit aux entreprises unipersonnelles à responsabilité limitée[240]. La Chambre criminelle de la Cour de cassation précise que l'incrimination du délit vise à « *protéger non seulement les intérêts des associés, mais aussi le patrimoine de la société et les intérêts des tiers qui contractent avec elle* »[241]. La prise en compte de l'intérêt de l'entreprise découle également des arrêts de la Cour de cassation qui retiennent l'abus de biens sociaux malgré l'absence d'intérêt social distinct de celui des associés. Ainsi, un dirigeant poursuivi pour abus de biens sociaux ne peut-il pas faire valoir, pour sa défense, que la société a pour seuls associés des membres de sa famille, car « *les abus de biens sociaux portent en effet atteinte non seulement aux intérêts des associés, mais aussi à ceux des tiers qui contractent avec la société* »[242]. Cette jurisprudence est pourtant contradictoire avec la position tenue par la Cour de cassation lorsqu'elle refuse aux créanciers et aux salariés de se constituer partie civile du

---

[235] S. SCHILLER, N. DUCROCQ-PICARROUGNE, L. GAYET, « Le cautionnement par des sociétés civiles ou commerciales dans les groupes familiaux », *JCP* N 2015, n° 12, 1100, p. 24.

[236] Cass. com., 8 novembre 2011, n° 10-24438, *D.* 2012, p. 415, note A. LIENHARD ; *D.* 2012, p. 415, note E. SCHLUMBERGER ; *Rev. sociétés* 2012, p. 238, note A. VIANDIER ; *Bull. Joly Société* 2012, § 172, p. 297, note F. -X. LUCAS.

[237] Cass. com., 13 décembre 2011, n° 10-26968, *Rev. sociétés* 2012, p. 109, note S. PRÉVOST ; *RDC* 2012, n° 4, p. 1267, note A.-S. BARTHEZ ; *JCP* E 2012, n° 5,1087, note J.-F. CARRÉ et S. BOL.

[238]Cass. com., 10 février 2015, n° 14-11760, *Gaz. Pal*. 28 juillet 2015, n° 209, p. 26, note J.-M. MOULIN ; *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113m5, p. 234, note F. DANOS. La Cour de cassation a confirmé son raisonnement en l'appliquant sur un pacte de prêt consenti par une SCI à son gérant : Cass. com., 23 septembre 2014, n° 13-17347, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113m6, p. 260, note P. DUPICHOT.

[239] Cass. crim., 12 décembre 1994, n° 94-80155, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 150, p. 427.

[240] Cass. crim., 14 juin 1993, n° 92-80763, *Bull. Joly Sociétés* 1993, § 337, p. 1139, note B. SAINTOURENS ; *Rev. sociétés* 1994, p. 90, note B. BOULOC. Cass. crim., 20 février 2002, n° 01-86329, *Rev. sociétés* 2002, p. 546, note B. BOULOC.

[241] Cass. crim., 19 octobre 1971, n° 70-90661, *Bull. crim.*, n° 272, p. 670.

[242] Cass. crim., 26 mai 1994, n° 93-84615, *Rev. sociétés* 1994, p. 771, note B. BOULOC ; *Dr. pén.* 1994, comm. 218, p. 13, note J.-H. ROBERT.

chef d'abus de biens sociaux et assimilant ainsi intérêt social et intérêt commun des associés[243]. La même confusion entre les deux conceptions de l'intérêt social se trouve dans les critères de l'abus de majorité ou de minorité. Pour caractériser l'abus, la jurisprudence exige la réunion de deux conditions : l'acte doit, d'une part, être effectué dans l'intérêt personnel soit des majoritaires, soit des minoritaires, au détriment de l'intérêt des autres et, d'autre part, être contraire à l'intérêt général de la société[244]. En réalité, la première exigence renvoie à la conception stricte de l'intérêt social alors que la seconde renvoie à la conception large[245]. En dépit de la division de la doctrine sur l'élément qui devrait être retenu et celui qui devrait être supprimé, la jurisprudence continue à examiner les deux critères pour qualifier l'abus de majorité ou de minorité[246].

57. En définitive, si la jurisprudence a le plus souvent recours à l'intérêt social de l'entreprise puisqu'il lui donne un pouvoir plus étendu pour protéger la société, elle n'a jamais écarté radicalement l'intérêt commun des associés. Pour un auteur, cette imprécision montre que la jurisprudence a une conception non uniforme de l'intérêt social et semble confirmer la thèse mixte qui réconcilie tout à la fois l'intérêt de l'entreprise et l'intérêt des associés[247]. Un autre auteur estime qu'il est préférable de laisser les associés déterminer eux-mêmes à quel intérêt s'identifie exactement l'intérêt social[248]. Une telle solution permettrait de dispenser de choisir entre les deux conceptions, car aucune d'elles n'a été expressément préférée par la jurisprudence[249].

58. L'intérêt social apparaît ainsi, tant pour la doctrine que pour la jurisprudence, comme une notion variable, susceptible d'être identifiée à l'intérêt de l'entreprise ou à l'intérêt commun des actionnaires. Cette indétermination existe également en matière de rémunération excessive des dirigeants. La jurisprudence semble être influencée par le mouvement de la gouvernance d'entreprise qui vise à renforcer la contractualisation en droit

---

[243] A. DEKEUWER, « Les intérêts protégés en cas d'abus de biens sociaux », *JCP* E 1995, n° 43, I, 500, p. 421, spéc. p. 429.
[244] Cass. com., 18 avril 1961, n° 59-11394, *Bull. civ.*, III, n° 175 ; *JCP* G 1961, II, 12164, note D. BASTIAN ; *RTD com.* 1961, p. 634, obs. R. HOUIN ; Cass. com., 15 juillet 1992, n° 90-17216, *Bull. civ.*, IV, n° 279, p. 194 ; *Rev. sociétés* 1993, p. 400, note P. MERLE ; *JCP* G 1992, II, 21944, note J.-F. BARBIERI ; *JCP* E 1992, II, 375, p. 285, note Y. GUYON ; *RTD com.* 1993, p.112. note Y. REINHARD ; CA Basse Terre, 29 janvier 2007, *Dr. Sociétés* 2008, n° 1, comm. J. MONNET.
[245] S. SCHILLER, *Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés : Les connexions radicales*, *op. cit.*, n° 247, p. 123.
[246] A. CONSTANTIN, « Intérêt social : quel intérêt ? », *art. préc.*, p. 317.
[247] I. VEZINET, « La position des juges sur l'intérêt social », *Dr et patrimoine*, avril 1997, p. 50.
[248] D. SCHMIDT, « De l'intérêt social », *art. préc.*, p. 362.
[249] S. SCHILLER, *Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés : Les connexions radicales*, *op. cit.*, p. 125.

des sociétés et rapproche ainsi l'intérêt social de l'intérêt des associés. Ce mouvement apparaît en effet comme une réaction à l'attitude des dirigeants qui cherchent trop souvent à négliger les intérêts des minoritaires et des épargnants[250]. Néanmoins, il est clair que la jurisprudence n'a pas voulu choisir en la matière entre les deux conceptions de l'intérêt social et elle a pu se prononcer, à plusieurs reprises, en faveur de l'intérêt de l'entreprise.

59. Au-delà de ses différentes conceptions, l'intérêt social constitue, de manière générale, un outil juridique permettant à la jurisprudence de contrôler le fonctionnement des sociétés, indépendamment des fondements idéologiques. Il est donc nécessaire d'étudier l'emploi par la jurisprudence de ce critère général en ce qui concerne la rémunération des dirigeants.

SECTION -2- L'APPRÉCIATION DU CARACTÈRE EXCESSIF DE LA RÉMUNÉRATION À L'AUNE DE L'INTÉRÊT SOCIAL

60. La constatation d'une rémunération excessive suppose toujours l'existence d'une référence. Il s'agit des limites au-delà desquelles la rémunération doit être considérée comme anormale. Afin de qualifier une rémunération de normale ou d'excessive, la jurisprudence se fonde, en général, sur plusieurs critères. Ces critères ont pour point commun de protéger l'intérêt social compris tantôt comme l'intérêt de l'entreprise, tantôt comme l'intérêt commun des associés. C'est ainsi que, d'une part, la jurisprudence compare le montant de la rémunération à la situation économique de la société et aux services rendus par le dirigeant **(§1)** ; d'autre part, elle apprécie le caractère excessif d'une rémunération au regard du principe de la libre révocation **(§2)**.

[250] G. GOFFAUX-CALLEBAUT, « La définition de l'intérêt social : Retour sur la notion après les évolutions législatives récentes », *RTD com.* 2004, p. 35.

§ 1. LES CRITÈRES DE COMPARAISON

61. Dans le but d'apprécier le caractère normal ou excessif d'une rémunération, la jurisprudence procède à une comparaison entre le montant de celle-ci et certains critères liés, en général, à la situation de la société **(A),** ou au travail effectué par le dirigeant concerné **(B)**. En opérant cette comparaison, la jurisprudence prend en compte l'intérêt social plutôt comme l'intérêt de la personne morale.

A / Des critères relatifs à la situation économique de la société

62. Les rémunérations des dirigeants ne doivent pas être accordées au détriment de la société qui les octroie. La compatibilité entre la rémunération versée au dirigeant et la situation économique de la société constitue un critère important dans l'appréciation de la normalité de la rémunération. Cette compatibilité est moins recherchée en matière fiscale **(a)** qu'en matière commerciale et criminelle **(b).**

a) En matière fiscale

63. Un droit positif de l'excès peut être inspiré des critères dégagés par le droit fiscal. Ce droit, à la différence du droit commercial, consacre expressément la notion de « rémunération excessive ». L'article 39-1-1, alinéa 2, du Code général des impôts fait référence à l'excès de rémunération en subordonnant la déductibilité de la rémunération des résultats de la société à l'absence du « *caractère excessif* » eu égard à l'importance du service rendu par le dirigeant[251]. Néanmoins, la jurisprudence fiscale accorde moins d'importance à la comparaison faite avec la situation économique de la société. En matière fiscale, l'effectivité du travail fourni par le dirigeant et l'importance des services qu'il rend à la société constituent les principaux critères pour l'appréciation et le contrôle des rémunérations des dirigeants. Cela peut être simplement expliqué par le fait que le droit fiscal ne poursuit pas, en l'occurrence, les mêmes finalités que le droit commercial. Tandis que l'application de ce dernier vise à protéger l'intérêt social, l'objectif suivi par le droit fiscal est de sanctionner les actes anormaux de gestion, qui consistent à gonfler artificiellement la rémunération pour obtenir une réduction indue des bénéfices imposables[252]. Les tribunaux peuvent donc se

[251] CAA Paris, 21 juin 2012, *LPA* 29 août 2012, n° 173, p. 3, obs. F. PERROTIN.
[252] F. GARRON, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *art. préc.*, p. 802.

référer à la situation de la société afin de déterminer si la rémunération est en adéquation avec l'importance des fonctions effectivement exercées.

64. La jurisprudence fiscale apprécie le caractère exagéré ou non de la rémunération selon un faisceau d'indices combinant des éléments externes empruntés à des entreprises similaires et des critères internes propres à l'entreprise[253]. Les éléments de comparaison internes tiennent compte notamment du montant de la masse salariale[254], du chiffre d'affaires[255] ou des bénéfices de la société[256]. Ainsi, lorsque la croissance de la société est inexistante et son chiffre d'affaires est en baisse, l'augmentation de la rémunération est condamnée[257]. En revanche, lorsque la société réalise un chiffre d'affaires conséquent, l'importance de la rémunération octroyée au dirigeant n'est pas reprochable[258]. Il en est de même lorsque l'augmentation de la rémunération est consécutive à une augmentation importante des bénéfices[259]. La comparaison avec des éléments internes à l'entreprise a été confirmée par l'administration. Celle-ci a précisé, dans une instruction du 3 octobre 2005[260], que la comparaison peut être faite avec la rémunération des différents dirigeants de l'entreprise afin de déterminer la normalité de la rémunération en cause[261].

---

[253] M. TURON, « Le régime fiscal et social applicable à la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 38, spéc. p. 40 ; L. CHATAIN-AUTAJON, « Conventions réglementées et fiscalité : les liaisons dangereuses », *Dr. fisc*. 2015, n° 6, 124, p. 14.

[254] CAA Nancy, 26 mars 2015, n° 13NC01466, inédit ; CAA Nancy, 23 février 1994, *Dr. fisc.* 1994, n° 49, comm. n° 2101 ; CAA Nantes, 3 juillet 1996, *Dr. fisc.* 1996, n° 44, comm. n° 1341 : Dès lors que les rémunérations accordées à un P-DG ont représenté plus de cinq fois la rémunération moyenne des quatre cadres les mieux payés de l'entreprise et environ 9% de la masse salariale de 117 employés et qu'elles atteignent environ le double de celles versées à des dirigeants d'entreprise de taille et d'activité similaires, ces rémunérations présentent un caractère excessif alors même que ce P-DG a conservé un rôle d'animateur exclusif assumant non seulement la direction générale mais aussi la direction des principales fonctions techniques et commerciales de l'entreprise.

[255] CE, 26 juillet 1985, n° 42920 et n° 44741 : *Dr. fisc*. 1986, n° 6, comm. n° 182, concl. O. FOUQET ; CAA Paris, 11 juin 1998, *Dr. fisc*. 1998, n° 48, comm. 1050 ; CAA Nantes, 14 mars 2013 n° 12NT00230, inédit.

[256] CE, 3 octobre 1984, n° 48928 : *Dr. fisc*. 1985, n° 17, comm. n° 319, concl. RACINE ; CAA Nantes, 13 décembre 2012, n° 11NT02118, inédit.

[257] CE, 22 mai 2002, n° 221541, *RJF* 2001, p. 905 ; CE, 24 juillet 1987, n° 63991 : *Dr. fisc*. 1987, n° 45, comm. n° 2020 ; CE, 16 mai 1990, n° 115802 : *Dr. fisc*. 1990, n° 45, comm. n° 2107.

[258] CE 7 mai 1980, *JCP* CI 1981, n° 13661, note D. F.

[259] CAA Nancy, 24 octobre 1991, *Dr. fisc.* 1992, n° 4, comm. n° 87.

[260] Instr. 3 octobre 2005, BOI 7S-7-05, *Dr. fisc*. 2005, n°42, instr.13405.

[261] Il convient de signaler que ce terme de comparaison n'est pas étranger à la jurisprudence commerciale lorsqu'elle est saisie d'une question relative à l'application de l'article 885 O bis du Code général des impôts concernant l'exonération, en tant que bien professionnel, de certaines rémunérations accordées aux dirigeants de l'impôt de solidarité sur la fortune. Dans un arrêt rendu le 21 janvier 2004, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a estimé que la rémunération perçue par un dirigeant pourrait être considérée comme normale au sens de l'article 885 O bis 1 du code général des impôts même si elle s'écarte des standards constatés dans des entreprises comparables, dès lors que son montant est justifié par des données propres à l'entreprise : Cass. com., 21 janvier 2004, n° 02-11607, *Bull. Joly Sociétés* 2004, n° 4, p. 541, note C. NOUEL. V. également, CA Paris, 7 juillet 2006, *Dr. fisc*. 2007, n°37. comm. n° 832.

Quant aux éléments externes, la jurisprudence se fonde sur la comparaison avec les rémunérations habituellement versées aux dirigeants pour des fonctions de même nature et dans des entreprises similaires. Dans ce cas, le Conseil d'État exige que les éléments de comparaison soient réellement significatifs[262]. Les sociétés utilisées pour la comparaison doivent donc présenter des caractéristiques similaires à celles de la société concernée, et les fonctions des dirigeants choisies comme termes de comparaison doivent être comparables avec celles du dirigeant dont la rémunération est en cause[263]. À titre d'exemple, la Cour administrative d'appel de Nantes a considéré, dans un arrêt du 3 février 1993, que les éléments de comparaison présentés par l'administration ne peuvent être retenus dès lors que les entreprises choisies pour cette comparaison emploient un nombre de salariés supérieur et dégagent des bénéficies nettement inférieurs[264]. Il résulte de la jurisprudence du Conseil d'État que la comparaison avec des entreprises similaires prime sur les éléments de comparaison internes[265]. Il a ainsi été jugé que, quelle que soit l'importance des constatations relatives au caractère excessif des rémunérations, ces constatations ne peuvent être retenues à défaut de la production d'éléments de comparaison[266]. Cependant, la comparaison avec des sociétés similaires, même si elle représente une certaine objectivité, est rarement opérée seule, car les différences de rémunérations entre dirigeants d'entreprises comparables peuvent être justifiées par plusieurs raisons internes à l'entreprise et donc spécifiques telles que l'importance des tâches accomplies par le dirigeant ou sa particulière compétence[267].

65. En conséquence, en droit fiscal, le critère tiré de la situation économique de la société permet partiellement d'éclairer la notion de rémunération excessive, mais il ne suffit pas, à lui seul, à établir le caractère normal de la rémunération et ne peut donc être utilisé à titre principal. Ce critère revêt plus d'importance pour la jurisprudence judiciaire.

---

[262] CE 26 avril 1989, n° 84697, *Dr. fisc*, 1989, n°40, comm. 1752 ; CAA Nantes, 25 juin 2015, n° 14NT00421, inédit.

[263] R. GRAU, X. ZHANG, « Précisions sur la possibilité pour l'Administration d'utiliser des données chiffrées provenant d'autres entreprises », *Dr. fisc*. 2013, n° 14, comm. 230, p. 55.

[264] CAA Nantes, 3 février 1993, *Dr. fisc*. 1994, n° 20, comm. n° 941 ; CAA Douai, 15 décembre 2009, n° 07DA01434, inédit.

[265] P. SERLOOTEN, *Droit fiscal des affaires*, 12e éd., Paris : Dalloz, 2013/2014, p. 397. Il a ainsi été jugé que le surcoût résultant d'une opération d'externalisation de services de direction d'un groupe ne suffit pas à démontrer un acte anormal de gestion faute de démontrer que les rémunérations prévues par les avenants de 2002 et 2004 étaient excessives, « *soit par rapport aux prix du marché, soit par rapport aux rémunérations allouées, pour les mêmes fonctions, aux salariés d'entreprises similaires* : CAA Lyon, 8 décembre 2011, *Dr. fisc*. 2012, n° 12, comm. 197, comm. P. MONNIER.

[266] CE, 15 février 1984, n ° 35604 et 35605, *Dr. fisc.* 1984, n° 26, comm. 1268. En revanche, le Conseil d'État a pu juger que le recours à des éléments de comparaison externe n'a pas un caractère obligatoire. Il demeure cependant que l'administration recommande fortement à ses agents le recours à de telles comparaisons externes : P. SERLOOTEN, *Droit fiscal des affaires*, *op. cit.*, p. 398.

[267] P. SERLOOTEN, *Le statut fiscal des dirigeants des sociétés*, Paris : Litec, 2002, p. 107.

b) En matières commerciale et criminelle

66. La jurisprudence judiciaire s'intéresse plus que la jurisprudence fiscale à l'adéquation de la rémunération avec la situation économique et financière de la société. Les juges du fond et la Cour de cassation, en constatant les excès, font régulièrement référence à la situation économique de l'entreprise. L'appréciation de la rémunération procède dans ce cas d'une comparaison entre la valeur de celle-ci et la situation de la société envisagée dans son ensemble[268]. Dans un arrêt du 8 février 1988, la Chambre criminelle de la Cour de cassation a validé la décision d'une cour d'appel ayant condamné un président de SA pour avoir augmenté une rémunération jugée excessive dès lors qu'il savait que la situation financière de la société ne permettait pas de tels paiements[269]. La Chambre commerciale a également qualifié une retraite complémentaire promise à un dirigeant à la cessation de ses fonctions d'excessive parce que « *la situation financière de la société ne lui permettait pas de supporter le versement trimestriel de ce complément de retraite* »[270]. Plus récemment, la rémunération d'un dirigeant d'un SARL a été jugée excessive au regard de la situation de la société qui présentait un passif important et ne réglait plus ses impôts, ses charges sociales et ses fournisseurs[271]. Le caractère excessif d'une indemnité de départ a aussi été déduit du fait que « *l'engagement en question était d'une ampleur susceptible de porter une atteinte majeure à l'équilibre financier de la société* »[272]. Certains arrêts apprécient la rémunération au regard des ressources de la société ou des éléments caractérisant l'état de ses finances. Il en est ainsi dans les arrêts qui effectuent une comparaison entre, d'une part, le montant de la rémunération et, d'autre part, les bénéfices réalisés par la société[273], les activités sociales et le chiffre d'affaires[274], les ressources de la société[275], ou bien les liquidités de la trésorerie[276].

Ce terme de comparaison est important en ce qu'il permet de constater les excès et de définir la notion de « rémunération excessive ». Il se caractérise cependant par les incertitudes

---

[268] Cass. com., 11 juillet 1995, n° 93-14213, inédit.
[269] Cass. crim., 8 février 1988, n° 86-94096, inédit.
[270] Cass. com., 15 juillet 1987, n° 84-16222, *Bull. civ.*, IV, n° 194, p. 142.
[271] Cass. com., 19 mai 2015, n° 14-10348, *Gaz. Pal.* 28 juillet 2015, n° 209, p. 23, note B. DONDERO.
[272] Cass. com., 15 novembre 2011, n° 09-10893, *Rev. sociétés* 2012, p. 234, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2012, n° 3, comm. 43, comm. D. GALLOIS-COCHET.
[273] Cass. com., 3 mars 1987, n° 84-15726, *Bull. civ.*, IV, n° 64, p. 49 ; *Bull. Joly Sociétés* 1987, p. 218, § 103 ; *Rev. sociétés* 1987, p. 266, note Y. GUYON : La Cour de cassation constate dans cet arrêt que l'engagement accordé au dirigeant n'était pas excessif « *par rapport tant aux bénéfices réalisés par la société qu'à la masse des salaires versés à son personnel* ».
[274] CA Grenoble, 6 mai 1964, *D.* 1964, p. 783, note A. DALSACE.
[275] Cass. crim., 20 juin 2007, n° 06-85663, inédit.
[276] Cass. crim., 13 décembre 1988, n° 87-82268, *Bull. crim.*, n° 429, p. 1134 : Les juges ont déduit le caractère excessif de la rémunération du fait que le versement de la rémunération « *a eu pour conséquence de priver de liquidité la trésorerie de l'entreprise* ».

de son éventuelle fluctuation. En effet, les éléments auxquels les tribunaux font référence, tels que, par exemple, le chiffre d'affaires, les bénéfices ou les facultés financières de la société, sont très variables. Lorsque le juge procède à l'appréciation de la rémunération au regard de ces éléments, il se place à la date des versements de l'avantage en cause[277]. Ainsi, la rémunération qui n'était pas excessive au jour de sa fixation par l'organe compétent est susceptible de le devenir le jour de son versement si les circonstances ont notablement changé[278]. Cette mobilité des références conduit à une mobilité corrélative dans l'appréciation de la valeur au-delà de laquelle une rémunération peut être considérée comme excessive. Un certain nombre d'arrêts en tiennent compte. C'est ainsi que la Cour de cassation a admis la validité de la suppression d'une pension viagère, régulièrement versée à un ancien président en contrepartie des services rendus à la société, dès lors qu'elle était devenue une charge excessive pour la société au regard des difficultés économiques rencontrées par celle-ci[279].

67. Par ailleurs, l'on peut s'interroger sur l'utilité du critère de la situation économique de la société au regard de la problématique des rémunérations versées aux dirigeants de très grandes sociétés. La disproportion de la rémunération par rapport à la situation de la société est appréhendée plus facilement dans les sociétés de petite et moyenne tailles que dans les sociétés de grande taille. Dans ces dernières sociétés, la valeur de la rémunération, si élevée soit-elle, demeure insignifiante et ne représente rien en comparaison des ressources de la société ou de son chiffre d'affaires. Il est en effet difficilement imaginable qu'une rémunération de 4 ou 5 millions d'euros, même importante en valeur absolue, puisse avoir une influence sur la situation financière d'une société ayant un chiffre d'affaires annuel de 30 ou 50 milliards d'euros[280]. Ainsi, le critère tiré de la situation économique de la société, outre sa mobilité et le caractère variable de ses éléments, ne saurait suffire à contrôler les avantages controversés qui sont octroyés aux dirigeants des grandes sociétés. C'est la raison pour laquelle la jurisprudence s'intéresse principalement à l'activité du dirigeant concerné.

---

[277] C.-E. PRIEUR, « La fixation et le contrôle de la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 20, spéc. n° 28.

[278] P. DIDIER, P. DIDIER, *Les sociétés commerciales*, Paris : Economica, 2011, Tome 2, n° 330, p. 267.

[279] Cass. com., 24 octobre 2000, n° 98-18367, *RJDA* 2/2001, n° 177, p. 170 ; *RTD com.* 2001, p. 161, note J.-P. CHAZAL et Y. REINHARD ; *Rev. sociétés* 2001, p. 95, note P. LE CANNU ; Cass. com., 10 février 1998, n° 95-22052, *RJDA* 5/1998, n° 611, p. 428 ; *RTD com.* 1998, p. 353, note C. CHAMPAUD et D. DANET ; *RTD com.* 1998, p. 376, note B. PETIT et Y. REINHARD.

[280] Par exemple, selon le site officiel de la société Total, son chiffre d'affaire en 2014 est de 177 milliards d'euros (http://www.total.com/fr). De même, le chiffre d'affaire de la société l'Oréal pour la même année est de 16,56 milliards d'euros (http://www.loreal.fr/).

B / Des critères relatifs aux services effectifs rendus par le dirigeant

68. S'il est vrai que tout travail mérite salaire, l'inverse est d'autant plus vrai : tout salaire ou, plus généralement, toute rémunération mérite travail. La rémunération est censée motiver le dirigeant à améliorer la performance de la société. C'est d'ailleurs ce que les actionnaires attendent de l'instauration d'une politique de rétribution généreuse. L'enrichissement n'est pas condamnable en soi dès lors que le travail fourni par les intéressés le justifie. Cependant, lorsque les sommes allouées sont déconnectées des résultats de l'entreprise, ou lorsque le dirigeant perçoit un montant très important malgré la faillite subie par la société à cause de sa mauvaise gestion, la rémunération est présentée comme une véritable « *prime à l'échec* »[281]. Cette situation paraît paradoxale et montre une grande divergence d'intérêts entre la société et ses dirigeants. La jurisprudence réagit contre cette pratique, que ce soit en matière fiscale **(a)** ou en matières commerciale et criminelle **(b),** et qualifie d'excessive toute rémunération non justifiée par rapport au travail effectivement fourni par le dirigeant.

a) En matière fiscale

69. En droit fiscal, l'effectivité du travail fourni par le dirigeant et l'importance des services qu'il rend à la société procèdent de la loi et constituent le critère essentiel pour apprécier la normalité de la rémunération des dirigeants sociaux. L'article 39-1-1 du Code général des impôts dispose que « *les rémunérations ne sont admises en déduction des résultats que dans la mesure où elles correspondent à un travail effectif et ne sont pas excessives eu égard à l'importance du service rendu* ». En vertu de ce texte, deux conditions sont nécessaires pour qualifier une rémunération de normale et la déduire, par conséquent, des résultats de la société : la rémunération doit, d'une part, correspondre à un travail effectif et, d'autre part, ne pas être excessive au regard de l'importance des services rendus par le dirigeant.

La jurisprudence fiscale attache une importance capitale au critère du caractère effectif des fonctions exercées et considère que dans tous les cas, il appartient au contribuable de justifier que les rémunérations correspondent à un travail effectif[282]. Il n'existe pas de règle

[281] F. GARRON, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *art. préc.*, p. 797.
[282] CE, 7 novembre 1986, n° 47158, *RJF* 1/87, p. 22 ; CE, 23 juin 1986, n° 48465, *Dr. fisc*. 1986, n° 49 ; CAA Nantes, 29 octobre 2003, n° 00965, inédit.

d'application générale pour déterminer l'effectivité du travail, mais les juges doivent l'apprécier selon des circonstances de fait propres à chaque affaire[283]. Ainsi, la rémunération ne correspond pas à un travail effectif lorsque le dirigeant n'a accompli que quelques actes isolés qui ne présentaient pas le caractère d'une activité professionnelle normale, ou lorsque le dirigeant a eu la direction de plusieurs sociétés dont les sièges sociaux étaient très éloignés les uns des autres[284]. Cependant, le critère du travail effectif est inapplicable pour apprécier la normalité des rémunérations accordées à l'occasion de la cessation des fonctions, comme, par exemple, l'indemnité de départ, les retraites supplémentaires ou l'indemnité de non-concurrence. Ces rémunérations sont par leur nature servies en l'absence de tout travail effectif. Elles doivent donc être appréciées au regard de l'importance des services que le dirigeant a rendus à la société[285]. Ces services rendus par le dirigeant constituent, aux termes de l'article 39-1-1 du Code général des impôts, le deuxième critère permettant de mesurer la normalité de la rémunération. Si la jurisprudence fiscale se réfère parfois à la situation de la société afin d'apprécier le caractère excessif, l'importance du travail fourni par le dirigeant demeure la référence principale. Les tribunaux administratifs considèrent ainsi la normalité de la rémunération au regard de l'étendue et de la réalité du service rendu[286] ou de l'importance des résultats de l'entreprise et le lien entre ceux-ci et l'activité déployée par le dirigeant[287]. Lorsque les rémunérations sont versées par plusieurs sociétés, l'appréciation du caractère excessif doit être faite distinctement pour chacune de ces dernières[288]. La situation particulière du dirigeant joue également un rôle important dans l'appréciation de la rémunération. Le temps consacré à son activité par le dirigeant[289], son âge et sa compétence exceptionnelle sont ainsi pris en compte [290].

70. Ces critères peuvent constituer les vecteurs jurisprudentiels indispensables d'un droit de l'excès, non seulement en matière fiscale mais également en matières commerciale et criminelle.

---

[283] P. SERLOOTEN, *Droit fiscal des affaires, op. cit.,* p. 397.
[284] *Ibid*.
[285] P. SERLOOTEN, *Le statut fiscal des dirigeants des sociétés, op. cit.,* p. 101.
[286] CE, 30 décembre 2010, n° 316022, inédit ; CAA Nantes, 19 avril 1989, n° 51, *Dr. fisc.* 1989, n° 30/31, comm. 1511.
[287] CE, 21 février 1990, n° 90129, *Dr. fisc*. 1990, n° 42, comm. 1904 ; CE, 18 décembre 1992, n° 74206, *Dr. fisc*. 1993, comm. 1136 ; CAA Bordeaux, 17 décembre 1996, n° 94BX1779, *Dr. fisc*. 1997, comm. 604 ; CAA Paris, 4 novembre 2014, n° 14pa00869, inédit.
[288] CE, 23 janvier 2002, n° 216733, *Dr. fisc*. 2002, comm. 382, concl. S. AUSTRY.
[289] CE, 9 novembre 1984, n° 38605, *Dr. fisc*. 1985, n° 14, comm. 716.
[290] CE, 4 novembre 1988, n° 56793, *Dr. fisc*. 1989, n° 11, comm. 541.

b) En matières commerciale et criminelle

71. Les services effectifs rendus par le dirigeant représentent pour la jurisprudence commerciale et criminelle l'un des critères fondamentaux dans la détermination du caractère excessif de la rémunération. Ce critère est systématiquement et cumulativement utilisé avec celui de la situation économique de la société. Son application résulte d'une logique rémunératoire simple : le dirigeant perçoit une rémunération alors que, corrélativement, la société bénéficie, ou a bénéficié, de ses services. En effet, « *il ne suffit pas de ne pas avoir nui à la société pour mériter une gratification ; encore faut-il lui avoir profité* »[291]. La Cour de cassation se détermine ainsi en considérant la durée et l'efficacité des services rendus par le dirigeant[292], le sérieux des prestations réalisées [293], ou bien la réalité de ces prestations[294]. La responsabilité, tant civile que pénale, inhérente aux fonctions sociales du dirigeant peut par ailleurs justifier sa rémunération[295]. L'existence des services rendus ne peut être présumée ; il appartient au dirigeant souhaitant se prévaloir de la décision d'octroi de l'avantage d'établir positivement les services rendus la justifiant[296].

L'analyse du caractère excessif ou normal de la rémunération s'attache non seulement à la qualité du travail fourni par le dirigeant, mais aussi aux qualités personnelles de ce dernier : son âge[297], sa compétence ou son expérience sont autant d'éléments subjectifs sur lesquels peut porter l'appréciation. Ainsi, la Cour de cassation n'a pas considéré comme disproportionné, le parachute doré octroyé à une directrice financière « *en raison de son*

---

[291] A. LIENHARD, note sous Cass. com., 11 octobre 2005, n° 02-13520, *D.* 2005, p. 2743.

[292] Cass. com., 3 mars 1987, n° 84-15726, *Bull. civ*, IV, n° 64, p. 49 ; *Bull. Joly Sociétés* 1987, § 103, p. 218 ; *Rev. sociétés* 1987, p. 266, note Y. GUYON.

[293] Cass. crim., 17 octobre 2007, n° 06-85932, inédit : est disproportionnée « *l'augmentation de cette rémunération passant à 40 000 francs […] alors même que la mise en place des points de vente avait pris* du *retard, que le prévisionnel n'était pas respecté et qu'au surplus la comptabilité de la société ne reflétait pas sa situation réelle…* ».

[294] Cass. crim., 12 décembre 1994, n° 94-80155, *Bull. Joly Sociétés* 1995,§ 150, p. 427 : les rémunérations ont été jugées manifestement excessives en raison du caractère fictif des prestations fournies par le dirigeant ; Cass. crim., 14 mai 2003, n° 01-88262, inédit.

[295] Cass. com., 4 novembre 2014, n° 13-24889, *Gaz. Pal.* 27 janvier 2015, n° 27, p. 13, comm. A.-F. ZATTARA-GROS ; *Dr. Sociétés*, 2015, n° 1, p. 24, comm. D. GALLOIS-COCHET ; *Rev. sociétés* 2015, p. 108, note L. GODON ; *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 112x8, p. 13, note P.-L. PÉRIN ; *JCP* E 2014, n° 51-52, 1652, p. 31, note B. DONDERO. En l'espèce, les fonctions du président d'une SAS n'impliquaient aucune charge de travail, notamment du fait que la société était gérée par un directeur technique. Cependant, la Cour de cassation a considéré que le dirigeant assumait la responsabilité, tant civile que pénale, inhérente à ses fonctions sociales. Elle a en outre précisé qu'au regard du résultat de la société, la rémunération société ne saurait être considérée comme excessive et contraire à l'intérêt social allouée.

[296] Cass. com., 11 octobre 2005, n° 02-13520, *Rev. sociétés* 2006, p. 79, note J.-P. MATTOUT ; *D.* 2005, p. 2743, note A. LIENHARD ; *JCP* E 2005, 1796, p. 2111, note H. HOVASSE.

[297] Cass. crim., 23 mars 1992, n° 90-82295, *Dr. pén.* 1992, comm. 292, note J.-H. ROBERT. Pour un dirigeant d'une SARL.

expérience et de ses compétences professionnelles » importantes pour la société[298]. La Chambre commerciale s'appuie également sur la confiance accordée au dirigeant et peut supprimer des avantages matériels lorsque celle-ci a disparu[299].

L'importance du critère des services fournis par le dirigeant a été clairement précisée par la Cour de cassation dans le domaine de la retraite complémentaire. Selon la Cour, cette retraite perd sa nature rémunératoire si l'une des conditions suivantes n'est pas remplie : elle doit être la contrepartie des services particuliers rendus par le dirigeant durant l'exercice de ses fonctions, et son montant doit être proportionné à ces services et ne pas constituer une charge excessive pour la société[300]. À défaut, la retraite ne peut pas être considérée comme un complément de rémunération et doit être soumise à la procédure des conventions réglementées. Cette position a été rappelée dans une affaire très médiatisée concernant l'ancien président du conseil d'administration de la société Carrefour. La Cour de cassation a confirmé la décision de la cour d'appel de Paris[301] ayant déclaré non fondée la demande en paiement du complément de retraite dès lors que, « *si le bilan de l'action du [dirigeant] de 1992 à 2005 était positif, il n'était pas pour autant établi que les services dont il se prévalait, qui avaient été rendus par lui dans l'exercice de ses fonctions, justifiaient l'allocation d'une rémunération venant s'ajouter à celle qu'il avait perçue au titre de ses fonctions* »[302].

72. En réalité, les deux critères de comparaison sont souvent retenus cumulativement. Néanmoins, pour apprécier le caractère excessif de la rémunération, la référence aux services rendus par le dirigeant présente plus de stabilité par rapport au critère issu de la situation économique de la société qui dépend d'éléments plus variables. De même, la prise en compte de la qualité du dirigeant ainsi que de celle de son travail permet de combler les lacunes du critère de la situation de la société. Alors que ce dernier n'est pas toujours applicable dans les grandes sociétés, dont la situation financière ne se trouve pas menacée par la rémunération, même très importante, versée à leurs dirigeants, l'application du critère tiré des services particuliers rendus par le dirigeant est envisageable dans toutes les sociétés. Enfin, l'étude du critère tiré de l'activité réelle exercée par le dirigeant permet d'adoucir la rigueur de celui de

---

[298] Cass. crim., 2 avril 2008, n° 07-85065, inédit.
[299] Cass. com., 14 décembre 2004, n° 00-20293, *Rev. sociétés* 2006, p. 79, note J.-P. MATTOUT ; *Bull. Joly Sociétés*, 2005, p. 506, note P. LE CANNU.
[300] Cass. com., 22 janvier 1991, n° 88-19641, *Rev. sociétés* 1992, p. 61, note J.-P. LEGROS ; Cass. com., 24 octobre 2000, n° 98-18367, *préc* ; Cass. com., 10 février 1998, n° 95-22052, *préc.*
[301] CA Paris, 7 octobre 2008, *JCP* E 2009, n ° 4, p. 39, note Y. PACLOT ; *Bull. Joly Sociétés* 2008, p. 976, § 209, note D. SCHMIDT.
[302] Cass. com., 10 novembre 2009, n° 08-70302, *JCP* E 2010, n° 4, p. 41, note Y. PACLOT ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, p. 143, § 31, note B. SAINTOURENS ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 3, comm. 46, note M. ROUSSILLE.

la situation économique. Un arrêt de la cour d'appel de Paris a laissé entendre que ce moyen de comparaison aurait pu aboutir à écarter toute qualification pénale[303]. La Cour a en effet affirmé que la seule disproportion entre le montant de la rémunération et celui du chiffre d'affaires ne suffit pas à caractériser un excès de rémunération dès lors que son montant est justifié par les activités effectives des dirigeants, et plus particulièrement, leur compétence qui les a conduit à renoncer à des emplois fortement rémunérés afin de se consacrer entièrement à la société[304]. Le critère relatif aux services rendus par le dirigeant a été renforcé par l'effet de la loi TEPA de 2007 qui interdit le versement des éléments de rémunération dont le bénéfice n'est pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire[305].

73. Suivant la même logique de comparaison entre la valeur de la rémunération et la situation économique de la société ou les services rendus par le dirigeant, la jurisprudence apprécie certains avantages accordés aux dirigeants sociaux au regard du principe de la libre révocation.

§ 2. L'ATTEINTE AU PRINCIPE DE LA LIBRE RÉVOCATION

74. Le Code de commerce consacre le principe de la libre révocation, à savoir la possibilité pour la société de révoquer ses dirigeants à tout moment, à travers l'organe compétent, lorsqu'elle cesse de leur faire confiance. Cette liberté concerne tous les dirigeants, qu'ils soient révocables *ad nutum* ou pour juste motif. La rémunération accordée aux mandataires sociaux au moment de la cessation du mandat ou postérieurement à celle-ci pose la question du respect de ce principe. Lorsque son montant est excessif, la rémunération peut constituer un obstacle à l'exercice par les actionnaires de leur liberté de révoquer les dirigeants de leur société. L'atteinte à la règle de libre révocabilité peut donc être utilisée comme critère de l'excès.

La jurisprudence, afin de garantir l'application de ce principe, interdisait toute convention ayant pour objectif d'aménager la révocation du dirigeant **(A)**. Progressivement, elle a tempéré la rigueur de cette règle en validant l'octroi de certaines indemnités en cas de révocation du dirigeant à condition qu'elles n'aient pas pour effet d'entraver la libre

[303] Y. MULLER-LAGARDE, « Les sanctions pénales de la rémunération excessive du dirigeant social », *Rev. Lamy. dr. aff.* 2009, n° 34, p. 61.
[304] CA Paris, 14 septembre 2005, *JCP* E 2006, n° 38, 2370, p. 1577, obs. Y. MULLER-LAGARDE et E. FORTIS.
[305] C. com. art. L. 225-42-1, al. 2.

révocation **(B)**. Là encore, la jurisprudence prend en compte l'intérêt social, mais dans sa conception stricte correspondant à l'intérêt des actionnaires.

A / La prohibition absolue des aménagements conventionnels de révocation

75. La libre révocabilité est consacrée par la loi qui accorde à l'organe compétent le pouvoir de révoquer le dirigeant social à tout moment, avec ou sans juste motif **(a)**. La jurisprudence, garante de l'application de cette règle, a ainsi d'abord prohibé toute possibilité d'indemniser ou d'aménager la révocation du dirigeant, estimant qu'il s'agissait de conventions destinées principalement à contourner le principe de la libre révocation **(b)**.

a) La libre révocation : un principe consacré par la loi

76. Les fonctions des dirigeants sociaux peuvent cesser de différentes manières : la démission, le décès, l'atteinte d'une limite d'âge, la dissolution de la société, l'expiration de la durée pour laquelle ils avaient été nommés, etc. Cependant, le mode de cessation des fonctions des dirigeants qui donne le plus fréquemment lieu à des litiges portés devant les juges, est la révocation, à savoir la cessation anticipée et involontaire du mandat social[306]. La révocation traduit le pouvoir dont disposent les associés pour surveiller la gestion de la société et remplacer les dirigeants en lesquels ils n'ont plus confiance[307].

Les modalités de révocation varient selon la forme de la société et selon le mandat social exercé. Dans les sociétés anonymes, deux régimes distincts de révocation coexistent : certains dirigeants sont révocables *ad nutum* **(1),** alors que la révocation d'autres dirigeants ne peut être décidée sans justification de motif **(2)**.

1. La révocation *ad nutum*

77. L'expression "*ad nutum*", tirée du latin, caractérise la possibilité pour la personne ayant confié un mandat à une autre de lui retirer les pouvoirs qu'il lui avait confiés sans avoir

[306] K. ADOM, « La révocation des dirigeants de sociétés commerciales », *Rev. sociétés* 1998, n° 1, p. 488.
[307] S. FRÉMEAUX, « L'avenir du régime de révocation des dirigeants sociaux », *LPA* 20 décembre 2000, n° 253, p. 6.

à justifier des motifs de ce retrait ni observer un préavis, et sans même être contraint de lui verser une indemnisation. Littéralement, il s'agit d'une révocation « *au simple signe de tête* »[308]. Le principe de la révocabilité *ad nutum* a été établi au XIXe siècle et il s'est maintenu après la loi de 1966[309]. Il concerne précisément le président du conseil d'administration[310], les administrateurs[311], et le directeur général lorsqu'il assume également les fonctions de président du conseil d'administration. Il en est de même pour les membres du conseil de surveillance des sociétés de type dualiste[312]. À la différence de la révocation pour juste motif, la révocation *ad nutum* est décidée sans aucune justification, sans préavis et sans donner lieu à dommages et intérêts. La position de la Cour de cassation est très claire sur ce point. Celle-ci affirme de manière constante que la révocation d'un dirigeant révocable *ad nutum* « *peut intervenir à tout moment, sans préavis, ni précision de motifs, ni indemnité, et ne peut dès lors donner lieu à des dommages et intérêts* »[313]. Le caractère d'ordre public de cette révocation est consacré par l'article L. 225-47, alinéa 3, du Code de commerce prévoyant que « *toute disposition contraire est réputée non écrite* ».

La rigidité de ce principe a longtemps été justifiée par la théorie du mandat elle-même : le mandant peut, en effet, révoquer son mandat à tout moment[314]. Néanmoins, cet argument ne tient plus puisque le mandat social n'est plus assimilé au mandat de droit civil et que les relations entre les actionnaires et les dirigeants ne sont pas réductibles à un mandat[315]. Cette analyse a été confirmée par la loi du 24 juillet 1966 qui considère les dirigeants comme des organes de l'institution qu'est la société, tenant leur pouvoir de la loi et non d'une procuration donnée par les actionnaires[316]. Il a aussi été soutenu que la précarité des fonctions des dirigeants, provenant de l'attribution à l'organe compétent de la faculté de les révoquer *ad nutum*, constituait la contrepartie nécessaire des pouvoirs étendus reconnus à la direction[317].

---

[308] J.-J. CAUSSAIN, « La précarité de la fonction de mandataire social (Révocation et modes de protection) », *Bull. Joly Sociétés* 1993, § 151, p. 523, spéc. n° 5.
[309] J. HÉMARD, F. TERRÉ, P. MABILAT, *Sociétés commerciales*, Paris : Dalloz, 1972, v. 1, n° 875.
[310] C. com. art. L. 225-47 al. 3 : « *Le conseil d'administration peut révoquer [le dirigeant] à tout moment. Toute disposition contraire est réputée non écrite* ».
[311] C. com. art. L. 225-18 al. 1.
[312] C. com. art. L. 225-75, al. 2.
[313] Cass. com., 21 juin 1988, n° 86-19166, *Bull. Joly Sociétés* 1988, § 226, p. 687 ; *JCP* E 1989, II, 15415, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN, n° 12 ; *Rev. sociétés* 1989, p. 46, note Y. CHARTIER
[314] C. civ. art. 2004 : « *Le mandant peut révoquer sa procuration quand bon lui semble et contraindre, s'il y a lieu, le mandataire à lui remettre soit l'écrit sous seing privé qui la contient, soit l'original de la procuration, si elle a été délivrée en brevet, soit l'expédition, s'il en a été gardé minute* ».
[315] Y. GUYON, note sous Cass. com., 4 juin 1996, n° 94-15238, *JCP* E 1996, II, n° 27, 849, p. 191.
[316] F.-X. LUCAS, « L'avenir de la révocabilité *ad nutum* des dirigeants sociaux », *Dr. Sociétés* 2001, n° 11, Rep. 100010, p. 3.
[317] J.-L. AUBERT, « La révocation des organes d'administration des sociétés commerciales », *RTD com.* 1968, p. 977.

Si cet argument peut valoir par rapport aux administrateurs et au président du conseil d'administration, qui sont révocables *ad nutum*, il a en revanche pour effet de mettre en doute le régime de révocation des directeurs généraux et des membres du directoire, dont les pouvoirs sont aussi étendus que ceux des administrateurs, mais dont la révocation ne peut intervenir sans juste motif. La révocabilité *ad nutum* n'est pas plus justifiable par le caractère discrétionnaire du droit de révocation reconnu aux associés. Il est vrai que le droit de révocation est un droit essentiel des associés découlant du pouvoir souverain de contrôle de la gestion de la société et du pouvoir de remplacer les dirigeants, mais il ne saurait en réalité faire partie des droits discrétionnaires dont l'exercice ne peut être soumis à aucun contrôle judiciaire[318]. La révocation pour juste motif, celle pour cause légitime et la jurisprudence relative à l'abus de droit de révocation témoignent de cette constatation[319]. Concrètement, le droit de révocation doit être perçu comme un droit reconnu à l'organe compétent qui doit l'exercer dans l'intérêt de la société. « *Il s'agit essentiellement d'assortir le contrôle de la gestion sociale d'une efficacité en permettant aux associés de sanctionner les dirigeants, puisque la révocation apparaît comme une mesure de défiance et de désaveu de la gestion de la société* »[320].

78. Cependant, si la décision de la révocation peut intervenir à tout moment, sans préavis et sans juste motif, il est acquis qu'elle ne doit pas être abusive[321] et ne peut être prise qu'après avoir entendu le dirigeant concerné selon le principe de contradiction[322]. Ce principe suppose que nul ne peut être jugé sans avoir été entendu ou mis en demeure de se défendre[323].

---

[318] R. BAILLOD, « Le juste motif de révocation des dirigeants sociaux », *RTD com.* 1983, p. 395, *art. préc.*, p. 396.

[319] Cass. com., 2 octobre 1978, *Rev. sociétés* 1979, p. 328, note J.-L. SIBON ; CA Versailles, 30 mai 1988, *Bull. Joly Sociétés* 1988, p. 686 : « *Il ne peut être fait grief à une cour d'appel d'avoir condamné une société anonyme à verser une indemnité à son directeur général pour révocation abusive lorsque cette révocation est empreinte d'un caractère de brusquerie peu commun et qu'une publicité malveillante destinée à porter atteinte à la réputation de ce directeur a été organisé* » ; CA Rennes, 29 juin 1976, *RTD com.* 1979, p. 270, n° 20, obs. R. HOUIN.

[320] K. ADOM, « La révocation des dirigeants de sociétés commerciales », *art. préc*., p. 491, spéc. n° 2.

[321] P. REIGNE, « Révocabilité *ad nutum* des mandataires sociaux et faute de la société », *Rev. sociétés* 1991, p. 499, spéc. p. 506 ; Cass. com., 26 novembre 2013, n° 12-25004, *Bull. Joly Société* 2014, § 111, p. 169, note M. ROUSSILLE ; *RTD com*. 2014 p. 142, note B. DONDERO ; Cass. com., 27 mars 1990, n° 88-18177, *JCP* E 1990, I, 15802, p. 397, note Y. GUYON ; Cass. com., 21 juin 1988, n° 86-19166, *Bull. Joly Sociétés* 1988, §226, p. 687 ; *JCP* E 1989, II, 15415, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN, n° 12 ; *Rev. sociétés* 1989, p. 46, note Y. CHARTIER : « *pour statuer sur la demande de M.R président du conseil d'administration révoqué, la cour d'appel n'avait pas à se prononcer sur le bien-fondé des griefs qui lui étaient faits par la société, mais seulement à apprécier si M.R établissait que les circonstances dans lesquelles était intervenue la révocation, étaient injurieuses et vexatoires* ».

[322] P. LE CANNU, « Le principe de contradiction et la protection des dirigeants », *Bull. Joly Sociétés*, 1996, § 2, p. 11 ; F. BASDEVANT, « Révocation de dirigeants et respect du contradictoire : point sur la jurisprudence récente », *RTDF* 2011, n° 4, p. 215.

[323] CPC, art. 14.

Selon une jurisprudence constante, la révocation peut être considérée comme abusive « *si elle a été accompagnée de circonstances ou a été prise dans des conditions qui portent atteinte à la réputation ou à l'honneur du dirigeant révoqué ou si elle a été brutalement décidée sans respecter le principe de contradiction* »[324]. Quoi qu'il en soit, le principe de contradiction a pour seule incidence d'autoriser le dirigeant à faire part de ses observations, et ne doit en aucun cas conduire à indemniser un préjudice correspondant à la révocation[325].

79. En dépit de ses limites et des critiques formulées à son encontre[326], la révocation *ad nutum* demeure une règle nécessaire du droit des sociétés à laquelle la loi donne le caractère d'ordre public, même si son application est constitutive d'une menace à la stabilité des fonctions des dirigeants. C'est précisément pour réagir à cette fragilité de la position des dirigeants que la loi du 15 mai 2001 leur a accordé une certaine protection en élargissant le champ d'application de la révocation pour juste motif.

2. La révocation pour juste motif

80. La révocation pour juste motif signifie que la révocation, si elle n'est pas dûment justifiée, revêt un caractère illicite ouvrant un droit à indemnité pour les dirigeants concernés[327]. Elle concerne les directeurs généraux, les directeurs généraux délégués des

---

[324] Cass. com., 26 novembre 1996, n° 94-15661, *Bull. Joly Sociétés* 1994, § 221, p. 831, note P. LE CANNU ; Cass. com., 29 mars 2011, n° 10-17667, *Dr. Sociétés* 2011, n° 7, comm. 130, comm. M. ROUSSILLE ; Cass. com., 14 mai 2013, n° 11-22845, *D.* 2013, p. 2319, B. DONDERO ; *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110n7, p. 634, note A. GAUDEMET ; CA Paris, 29 juin 2010, *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 192, p. 879, note D. PORACCHIA ; CA Lyon, 10 septembre 2009, *RTD com.* 2010, p. 357, note C. CHAMPAUD et D. DANET. La Cour de cassation a pu par ailleurs considérer que les circonstances peuvent rendre inutiles une convocation et un débat contradictoire formels. En l'espèce, le directeur général d'une SAS a adressé au président un courriel par lequel il faisait part, non seulement des divergences de vue existant entre lui et ce dernier ainsi que des critiques qu'il formulait à l'encontre de la société, mais encore, en des termes clairs et précis de sa volonté d'imposer à la société son point de vue pour continuer à exercer ses fonctions. La Cour de cassation a estimé que le dirigeant avait exprimé spontanément des points de désaccord et, par une démarche personnelle, exprimé des conditions à la continuation de ses fonctions. En conséquence, la cour d'appel de Paris a exactement retenu que la société et ses organes n'avaient pas l'obligation d'ouvrir une discussion préalable à la décision de révocation face aux critiques et alternatives formulées : Cass. com., 10 juillet 2012, n° 11-19563, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 400, p. 712, note M. GERMAIN et P.-L. PÉRIN.

[325] Cass. com., 12 mai 2004, n° 00-19415, *Bull. Joly Société* 2004, § 258, p. 1275 ; Cass. com., 15 mai 2007, n° 05-19464, *RTD com.* p. 773, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *D.* 2007. p. 1511, obs. A. LIENHARD ; *JCP* E 2007, 2158, note A. VIANDIER ; *Gaz. Pal.* 2007, n° 220, p. 5, note F. GUERCHOUN ; *LPA* 12 juin 2008, n° 113, p. 13, note P. EMY.

[326] J. DEGLA, « Révocation sans indemnités des P-DG de S.A en France : mythe ou réalité », *D. Aff.* 1996, p. 763 ; J.-L. AUBERT, « La révocation des organes d'administration des sociétés commerciales », *art. préc.*, p. 977, spéc. p. 980.

[327] R. BAILLOD, « Le juste motif de révocation des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 395, spéc. n° 1.

sociétés anonymes de type classique[328] et les membres du directoire des sociétés anonymes de type moderne[329]. La révocation des membres du directoire est décidée par l'assemblée générale. Il y a là une atteinte à la règle dite du « parallélisme des formes » selon laquelle l'organe désignant le dirigeant est habilité à le révoquer. Cette absence de symétrie par rapport à la procédure de nomination est justifiée par le souci de sauvegarder l'indépendance du directoire à l'égard du conseil de surveillance[330]. Toutefois, si les statuts le prévoient, la révocation peut être prononcée par le conseil de surveillance[331]. Le directeur général pouvait, quant à lui, être révoqué à tout moment par le conseil d'administration sans justification de motif. La loi NRE de 2001 a introduit une modification importante par rapport au système antérieur en indiquant que si la révocation est décidée sans juste motif, elle peut donner lieu à des dommages et intérêts. L'article L. 225-55, alinéa 1er, du Code de commerce a cependant apporté une exception de taille à ce principe en précisant que la révocabilité *ad nutum* demeure lorsque le directeur général cumule ses fonctions avec celles de président du conseil d'administration. Ainsi, le législateur a apporté plus de stabilité à cette catégorie de mandataires sociaux par rapport aux dirigeants révocables *ad nutum*. Si leur révocation peut être librement prononcée, leur destitution peut donner lieu à des dommages et intérêts si elle est décidée sans juste motif[332]. Le juge fixe le montant des dommages et intérêts en fonction du préjudice subi. Celui-ci n'est pas nécessairement égal à la rémunération à laquelle l'intéressé était en droit de prétendre depuis la date de sa révocation jusqu'au terme de ses fonctions[333].

Cependant, le législateur n'a pas voulu donner de définition au « juste motif » et a laissé le soin d'en déterminer l'existence à la jurisprudence. Celle-ci fait preuve d'une grande souplesse dans sa caractérisation[334]. D'une manière générale, il y a juste motif lorsqu'il y a une faute de gestion. Il en est ainsi lorsque le dirigeant a commis des actes frauduleux ou des actes de concurrence déloyale[335] ou bien lorsque les objectifs fixés n'ont pas été atteints[336]. Mais la lecture des nombreuses décisions rendues en la matière révèle que le juste motif n'implique pas nécessairement une faute de gestion. Il peut résulter de la simple volonté des

---

[328] C. com. art. L. 225-55 al.1.
[329] C. com. art. L. 225-61 al.1.
[330] M. COZIAN, A. VIANDIER , F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 374.
[331] C. com. art. L. 225-61 al.1.
[332] Cass. com., 15 mai 2007, n° 05-19464, *préc*.
[333] Cass. com., 22 novembre 1977, n° 76-10630, *D.* 1978, p. 645, note J. GUYÉNOT.
[334] M.-H. DE LAENDER, « La révocation des dirigeants sociaux », *Dr. Sociétés* 2000, n° 5, p. 4.
[335] CA Paris, 8 novembre 1991, *Rev. sociétés* 1992, p. 123, note Y. GUYON.
[336] Cass. com., 25 avril 2006, n° 04-18091, inédit ; CA Paris, 5 mars 1999, *Bull. Joly Sociétés* 1999, § 153, p. 686, note P. LE CANNU.

actionnaires de donner de nouvelles orientations à l'entreprise et de modifier sa gouvernance[337]. La révocation est souvent justifiée par la nécessité de protéger l'intérêt social. Or, le critère relatif à l'intérêt social est très large et permet une appréciation extensive de l'existence du juste motif. Ainsi, la divergence de vue entre un nouveau groupe d'actionnaires majoritaires et un membre du directoire peut aussi constituer un juste motif dans la mesure où elle est de nature à compromettre l'efficacité de la direction[338]. Dans un arrêt du 19 décembre 2006, la Cour de cassation a admis que « *la révocation du [dirigeant] trouve un juste motif dans l'existence entre les deux membres du directoire d'une mésentente de nature à compromettre l'intérêt social* »[339]. La perte de confiance permet également de justifier la révocation des mandataires sociaux à condition toutefois qu'elle paralyse le bon fonctionnement de l'entreprise[340].

81. Par ailleurs, les justes motifs ne sont pas nécessaires pour révoquer le dirigeant, ils autorisent seulement à ne pas l'indemniser. En effet, la décision de révocation ne peut en aucun cas être contestée tant qu'elle a été régulièrement prise, même lorsqu'elle n'est pas motivée. Les tribunaux n'ont à statuer que sur l'allocation éventuelle de dommages et intérêts[341]. La situation de cette catégorie de dirigeants n'est donc pas très éloignée de celle issue d'une révocation *ad nutum.* Le fait que le dirigeant puisse être limogé à tout moment, que ce soit avec ou sans juste motif, demeure une source d'instabilité pour ce dernier. Celle-ci peut constituer un prétexte pour les mandataires sociaux pour s'octroyer des avantages très importants. En effet, en sa qualité de mandataire social, le dirigeant ne peut prétendre bénéficier d'aucune des mesures protectrices prévues par le droit du travail en faveur des salariés. Pour se prémunir des effets néfastes de la révocation, les dirigeants cherchent donc un aménagement conventionnel visant à leur assurer une indemnisation ou à leur garantir une certaine stabilité par des conditions de révocation plus restrictives. La jurisprudence s'opposait avec fermeté à ces aménagements conventionnels imaginés par la pratique en considérant qu'ils n'avaient essentiellement pour but que de contourner le principe de la libre révocation. Elle prohibait ainsi toute possibilité d'indemniser le dirigeant ou d'aménager sa révocation avant d'assouplir sa position.

---

[337] Cass. com., 3 mars 2015, n° 14-11840, *Gaz. Pal.* 12 mai 2015, n° 132, p. 30, note J.-M. MOULIN ; CA Paris, 20 mai 2010, *Dr. Sociétés* 2010, n° 12, comm. 229, note D. GALLOIS-COCHET.
[338] Cass. com., 17 juillet 1984, n° 83-12925, *Rev. sociétés* 1984, p. 791, note J. G.
[339] Cass. com., 19 décembre 2006, n° 05-15803, *JCP* E 2007, n° 27-28,1877, p. 28, obs. J.-J. CAUSSAIN, F. DEBOISSY et G. WICKER ; *Rev. sociétés* 2007, p. 331, note B. SAINTOURENS ; G. FORESTA, « Révocation d'un dirigeant pour mésentente », *Lexbase*, 5 avril 2007, n° 255.
[340] A. ALBARIAN, « La révocation des mandataires sociaux pour perte de confiance », *RTD com.* 2012, p. 1.
[341] J.-J. CAUSSAIN, « La précarité de la fonction de mandataire social (Révocation et modes de protection) », *art. préc.*, p. 523, spéc. n° 19.

b) Une application jurisprudentielle rigoureuse

82. La pratique des sociétés n'a pas manqué d'imagination pour contourner le principe de la libre révocation. Pourtant, la jurisprudence a longtemps garanti avec une grande rigueur le respect de ce principe en annulant tout aménagement susceptible de lui porter atteinte. Au nom du principe de la libre révocation, la jurisprudence annulait automatiquement tout avantage accordé à l'occasion de la cessation des fonctions. Elle a créé, par conséquent, une présomption de non-conformité de la convention d'indemnisation à la libre révocabilité. La jurisprudence ne distinguait pas entre les engagements pris au bénéfice des dirigeants révocables *ad nutum* et ceux décidés en faveur des dirigeants révocables pour juste motif[342]. Ont ainsi été annulées les conventions prévoyant une indemnité à verser au dirigeant au moment de son départ[343], les conventions accordant un complément de retraite dont il apparaissait que la finalité était de faire obstacle au principe de la révocabilité *ad nutum*[344], les conventions accordant un préavis en cas de révocation[345]. Par un arrêt du 30 avril 1987, la cour d'appel de Paris a annulé les stipulations du contrat d'un mandataire social qui, pour les trois premières années du mandat, limitaient à quatre cas la faculté de révocation et prévoyaient une indemnité égale à un an de salaire, frais de représentation et avantages en nature et qui, pour les années suivantes, prévoyaient un préavis d'un an pour réaliser la révocation[346]. La Cour de cassation a également pu considérer comme illicite la convention entre de nouveaux actionnaires majoritaires et le président-directeur général ayant prévu que ce dernier pourrait bénéficier d'un emploi salarié jusqu'à soixante-cinq ans, ou qu'une indemnité égale à deux ans de salaire lui serait versée si son départ en préretraite avant soixante-cinq ans n'était pas accordé[347]. Les dirigeants peuvent également tenter de conclure une convention de rachat d'actions. Une telle convention est nulle lorsqu'elle est contraire au principe de la libre révocation. Ainsi, l'engagement pris par le principal actionnaire de racheter les actions du dirigeant au double de leur valeur en cas d'éviction a été annulé en ce

---

[342] Si les techniques imaginées par la pratique pour assurer une certaine stabilité aux dirigeants se rencontrent souvent au profit des dirigeants révocables *ad nutum*, elles intéressent l'ensemble des dirigeants des sociétés commerciales, y compris ceux révocables pour juste motif. V. par exemple, pour les membres du directoire : Cass. com., 14 novembre 1994, *Bull. Joly Sociétés* 1995, p. 65, note P. LE CANNU. Pour les gérants de SARL : Cass. com., 2 juin 1987, 85-16467, *Bull. civ.*, IV, n° 131 ; Cass. com., 6 décembre 1983, n° 82-14198, *Rev. sociétés* 1984, p. 311, note P. LE CANNU.

[343] Cass. com., 17 janvier 1984, n° 82-14771, *Dr. Sociétés* 1984, n° 162, obs. M. GERMAIN ; *Gaz. Pal* 1984, I, p. 389, note J. DUPICHOT.

[344] Cass. com., 15 juillet 1987, n° 84-16222, *Bull. civ.*, IV, n° 194, p. 142.

[345] Cass. com., 23 juin 1975, *Bull. civ.*, 1975, IV, n° 176, p. 147; Cass. com., 17 janvier 1984, n° 82-14771, *préc.*

[346] CA Paris, 30 avril 1987, *Bull. Joly Sociétés* 1987, § 259, p. 626, note L. FAUGÉROLAS.

[347] Cass. com., 3 mai 1995, n° 93-17776, *JCP* E 1995, n° 1079.

qu'il faisait échec à la révocabilité *ad nutum*[348]. Toutefois, une clause de rachat des actions d'un dirigeant serait acceptable si elle était conforme à l'intérêt social et portait sur un montant faible[349].

C'est ainsi que la jurisprudence déduisait souvent la nullité de l'engagement de la simple qualification d'indemnité de révocation et ne permettait pas aux dirigeants de mettre en place une organisation conventionnelle susceptible de porter atteinte au droit des actionnaires de les révoquer. Or, s'il est vrai que la loi prévoit que la libre révocabilité est d'ordre public, il n'existe aucune disposition législative interdisant de manière absolue la perception d'indemnité par le dirigeant révoqué. L'interdiction de l'obtention d'indemnité de révocation apparaît en effet comme une œuvre novatrice de la part de la jurisprudence[350]. Cette corrélation entre la libre révocabilité et la prohibition des conventions d'indemnisation est d'ailleurs spécifique à la France : dans le droit anglais et américain, la libre révocation a toujours été le principe, mais elle n'est pas liée à la possibilité de percevoir une indemnité de révocation, laquelle a toujours été autorisée[351].

83. La jurisprudence française a progressivement adouci sa position, validant l'octroi de l'indemnité si elle n'a pas pour effet de dissuader les actionnaires d'exercer leur libre droit de révocation.

B / Les tempéraments de la jurisprudence contemporaine

84. Après une longue période d'hésitation, la jurisprudence a atteint un point d'équilibre. Au lieu d'annuler absolument tout engagement d'indemnisation, la Cour de cassation invite désormais les juges du fond à rechercher précisément si la convention litigieuse présente ou non un caractère dissuasif **(a)**. Si ce tempérament est nécessaire dans la mesure où il permet d'analyser les buts et les conséquences de l'indemnité accordée, sa portée reste limitée au regard de la problématique des rémunérations des dirigeants **(b)**.

---

[348] CA Paris, 28 mars 1995, *RJDA* 6/1995, n° 726, p. 579 ; CA Paris, 14 décembre 1993, *Bull. Joly* 1994, § 44, p. 185, note P. LE CANNU ; CA Paris, 30 octobre 1976, *Rev. sociétés*, 1977, p. 695, note D. SCHMIDT ; *RTD com.* 1979, p. 271, nº 22, obs. R. HOUIN.

[349] Cass. com., 7 février 1989, n° 87-16464, *Rev. sociétés*, 1989, note Y. CHARTIER p. 643 ; *JCP* E 1989, II, 15517, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.

[350] J. DELGA, « Les indemnités de révocation des PDG de SA en France sont interdites : propos sur les golden parachutes », *JCP* E 2007, n° 25, 1803, p. 34.

[351] M.-C. SORDINO, « Aménagements conventionnels et révocation *ad nutum* des dirigeants de société anonyme », *in Mélanges C. MOULY*, Paris : Litec, 1998, Tome 1, p. 245.

a) L'effet dissuasif : critère déterminant de la validité de la rémunération

85. À la fin des années 1990, la jurisprudence a atténué la rigueur du contrôle exercé sur les indemnités d'éviction. Une analyse plus approfondie du caractère excessif de l'engagement d'indemnisation et, par conséquent, de sa validité a été engagée. Le refus absolu a progressivement cédé sa place à un refus relatif. Désormais, les tribunaux admettent que la promesse d'indemnisation ne porte pas forcément atteinte au principe de la libre révocation et ne doit plus être automatiquement annulée, mais ils vérifient qu'elle n'a pas pour effet de dissuader les actionnaires d'exercer leur libre droit de révocation.

L'application du critère de l'effet dissuasif apparaît nettement dans un arrêt de 1996 dans lequel la Cour de cassation énonce « *qu'est illicite la convention qui a pour objet ou pour effet de restreindre ou d'entraver la révocation ad nutum du directeur général d'une société anonyme par les conséquences financières importantes qu'elle entraîne pour un tiers qui peut exercer une influence sur la décision de révocation* »[352]. La Cour de cassation avait déjà eu à connaître de la même affaire, et s'était prononcée dans le même sens[353]. Les tribunaux avaient auparavant eu l'occasion d'annuler des conventions d'indemnisation dont l'objet était de dissuader les actionnaires de mettre fin aux fonctions du dirigeant[354]. L'arrêt de 1996 a confirmé la généralité de la solution en précisant que sont illicites non seulement les conventions qui ont pour objet d'entraver ou de restreindre la libre révocation, mais aussi celles qui ont seulement cet effet. Depuis cet arrêt, la jurisprudence a régulièrement recours au critère de l'effet dissuasif afin d'apprécier la normalité de la rémunération accordée au dirigeant et de se prononcer, en conséquence, sur sa validité. Dans un arrêt du 26 mai 2004, la chambre commerciale de la Cour de cassation a ainsi approuvé une cour d'appel d'avoir annulé une indemnité de révocation en ce qu'elle « *aurait eu des conséquences financières importantes pour la société en raison de son montant élevé qui aurait eu pour effet de dissuader les actionnaires de la société d'exercer leur libre droit de révocation des mandataires sociaux* »[355]. En revanche, l'indemnité promise au dirigeant pour son départ a un caractère normal tant qu'elle n'a pas d'incidence sur la décision de révocation[356]. Ce critère

---

[352] Cass. com., 4 juin 1996, n° 94-15238, *RJDA* 2/1997, n°224, p. 147 ; *JCP* E, 1996, II, n° 849, p. 191, note Y. GUYON ; *JCP* E, 1996, n° 589, p. 391, § 14, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.
[353] Cass. com., 2 juin 1992, *Rev. sociétés* 1993, p. 750, note Y. GUYON.
[354] CA Versailles, 11 juillet 1991, *Bull. Joly Sociétés* 1991, § 353, p. 1009, note P. LE CANNU ; CA Versailles, 1er décembre 1988, *Bull. Joly Sociétés* 1989, § 47, p. 172 ; *JCP* E, 1989, II 15517, obs. A.VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.
[355] Cass. com., 26 mai 2004, n° 01-03569, *JCP* E, 2004, n° 1344, p. 1447, note A. VIANDIER.
[356] Cass. com., 19 avril 2005, n° 02-17059, inédit ; CA Nancy, 5 septembre 2012, *Dr. Sociétés* 2013, n° 1, comme. 9, note D. GALLOIS-COCHET.

s'applique également en matière de cumul entre mandat social et contrat de travail. En effet, ce type de cumul figure parmi les techniques les plus utilisées pour protéger les dirigeants. Ceux-ci peuvent cumuler leurs fonctions avec un contrat de travail à condition que ce dernier corresponde à un travail effectif et subordonné[357]. Si ce cumul n'est, en principe, pas interdit par la loi, il ne doit pas faire obstacle à la libre révocabilité du dirigeant ou la rendre impossible[358].

86. La jurisprudence apprécie fréquemment le caractère excessif d'une rémunération au regard du principe de la libre révocation. Il est à noter que le critère relatif à la libre révocabilité est lié à celui issu de la situation économique de la société. En effet, les nombreuses décisions statuant sur l'indemnité prévue au profit du dirigeant en cas de cessation de ses fonctions sont manifestement fondées sur la confrontation entre le montant de celle-ci et les possibilités financières de la société concernée. Ce n'est que lorsque ce montant paraît excessif par rapport à ces possibilités qu'il est alors préjudiciable à la liberté de révoquer. La jurisprudence utilise donc comme critère de l'excès la perspective d'une atteinte portée au principe de libre révocabilité. Quel que soit le montant de la somme à verser au titre de la rémunération, celle-ci est normale ou excessive en fonction de la charge financière ou de la contrainte qu'elle représente pour la société, par rapport à ses facultés spécifiques. L'approche est, en l'occurrence, essentiellement relative et le rapport entre cette somme et ces facultés détermine la limite au-delà de laquelle la rémunération devient excessive, c'est-à-dire contraire à la liberté de révocation[359].

87. Si le critère tiré de l'effet dissuasif de la rémunération permet au juge d'exercer un contrôle sur la normalité de celle-ci et par conséquent sur sa validité, la portée de ce critère demeure limitée au regard des problèmes soulevés en matière de rémunération des dirigeants.

---

[357] C. com. art. L. 225-22 ; Cass. soc., 27 février 2013, n° 11-21354, et Cass. soc., 13 mars 2013, n° 11-28020, *Bull. Joly Société* 2013, § 179, p. 392, note B. SAINTOURENS.

[358] Cass. soc., 30 mars 1999, n° 97-42061, inédit ; Cass. soc., 14 juin 2000, n° 97-45852, *Bull. Joly Société* 2000, § 242, p. 949, note G. AUZERO ; Cass. soc., 15 mars 1983, n° 81-40368, *Rev. sociétés*, 1983, p. 353, note Y. CHARTIER ; CA Grenoble, 19 octobre 1987, *JCP* E 1989, II, 15433, note B. PETIT.

[359] F. GARRON, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *art. préc.*, p. 806.

b) L'atteinte au principe de la libre révocation : une portée limitée

88. Le critère de l'effet dissuasif de la rémunération participe avec les autres critères à la construction d'un droit positif de l'excès et à la protection de l'intérêt social. Néanmoins, la capacité de ce critère à constituer un moyen de contrôle sur les rémunérations excessives accordées aux dirigeants est discutable. Au-delà des aménagements contractuels qui sont conclus pendant le mandat social et qui sont en principe conformes à la loi comme, par exemple, la possibilité de conclure un contrat de travail, il est aujourd'hui de pratique courante pour les sociétés de verser volontairement au dirigeant une indemnité à l'occasion de la cessation de ses fonctions. Cette indemnité, même si son montant est très élevé, ne constitue pas un obstacle à la libre révocabilité puisqu'elle n'a pas été prévue avant la prise de la décision de révocation et ne peut de ce fait avoir ni pour objet ni pour effet de restreindre la libre révocation. Il en est de même pour les accords d'indemnisation conclus avec des tiers, qui sont généralement d'autres sociétés, et qui n'exercent pas de pouvoir de décision au sein de la société. Ces accords sont, selon la jurisprudence et la doctrine, valables[360]. Ils concernent notamment les engagements de rachat d'actions. Il a ainsi été jugé que l'accord passé entre le président-directeur général d'une société anonyme et une société tierce, prévoyant le rachat, par cette dernière, des parts du P-DG en cas de cessation de fonctions, ne constitue pas un obstacle au principe de la libre révocation dans la mesure où le conseil d'administration qui a décidé la révocation était étranger à cette convention[361].

89. Par ailleurs, l'atteinte au principe de la libre révocation ne suffit pas lorsque la société est de grande taille. À l'instar du critère tiré de la situation économique de la société, dans les grandes sociétés, la valeur de l'indemnité, même très élevée, est dépourvue de tout caractère significatif. Un arrêt de la cour d'appel de Paris permet d'illustrer ce constat. La Cour a en effet décidé que la rémunération n'était pas excessive au regard du principe de la libre révocabilité des dirigeants, « *tant en raison de l'importance [du] capital que des résultats sur les trois exercices précédents* »[362]. Cependant, selon un auteur, cela ne signifie pas qu'il faut renoncer à qualifier l'indemnité de départ de dissuasive ; « *un critère complémentaire peut prendre le relais, prolongeant la mise en relation du montant de l'indemnité avec les données financières de la société par la comparaison avec les usages du*

[360] J. DELGA, « Les indemnités de révocation des PDG de SA en France sont interdites : propos sur les golden parachutes », *art. préc.*, p. 35.
[361] CA Paris, 18 mai 1987, *Dr. Sociétés* 1987, p. 235.
[362] CA Paris 26 juin 1998, *RJDA* 12/1998, n° 1370.

marché »[363]. Ainsi, il est possible qu'une indemnité ne soit pas dissuasive pour la société, mais qu'elle le soit dans l'absolu, si elle dépasse les montants habituellement pratiqués et auxquels les actionnaires peuvent s'attendre en cas de révocation d'un dirigeant.

Ce critère présente une autre faille : il ne permet pas d'apprécier la qualité du travail du dirigeant et l'importance des services qu'il rend à la société. En effet, l'aptitude de celle-ci à assumer la charge de l'indemnité ne signifie pas que le dirigeant est performant. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle il a été proposé que la validité des conventions d'indemnisation des dirigeants soit consacrée par la loi, à la condition que l'indemnité ne soit pas « *disproportionnée aux services rendus à la société* » et qu'elle ne constitue pas « *une charge telle qu'elle pourrait dissuader les actionnaires d'user de leur droit de révocation* »[364]. Il s'agirait donc d'une consécration des critères retenus par la jurisprudence qui aurait le mérite de la fixer, mais aurait aussi l'inconvénient de la figer.

[363] A. VIANDIER, note sous Cass. com., 26 mai 2004, n° 01-03569, *JCP* E, 2004, n° 1344, p. 1447.
[364] Rapport de P. MARINI, *La modernisation du droit des sociétés, op. cit.,* p. 36.

CONCLUSION DU CHAPITRE 1

90. Si les arguments qui tentent de justifier le niveau élevé de la rémunération de certains dirigeants sociaux sont nombreux, il semble que l'excès résulte essentiellement du conflit existant entre l'intérêt de la société et celui des dirigeants. Ceux-ci, comme l'expliquait déjà Adam Smith, sont « *les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent ; on ne peut guère s'attendre qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés d'une société apportent souvent dans le maniement de leurs fonds* »[365]. La jurisprudence prend donc ce conflit d'intérêts en compte et utilise l'intérêt social comme critère général pour apprécier l'excès de la rémunération, sans pour autant choisir entre les différentes conceptions de l'intérêt social. De la sorte, la rémunération peut être excessive lorsqu'elle est contraire à l'intérêt de l'entreprise, plus précisément à la situation économique de la société, ou dès lors que les services rendus par le dirigeant ne la justifient pas suffisamment. Le caractère excessif de la rémunération est également susceptible d'être retenu si celle-ci s'oppose à l'intérêt des actionnaires, comme c'est le cas parfois en présence d'une atteinte au principe de la libre révocation. Les critères jurisprudentiels participent ainsi à la détermination de la notion d'excès des rémunérations des dirigeants et à la protection de l'intérêt social. Cependant, ils n'apparaissent pas toujours efficaces lorsque la société est de grande taille.

91. Dans tous les cas, l'attribution d'une rémunération excessive n'est pas sans sanction. Il convient donc de s'intéresser aux sanctions que la jurisprudence peut prononcer une fois l'excès caractérisé.

[365] A. SMITH, *Essai sur l'origine de la richesse des nations*, p. 401, cité par M. GERMAIN, « L'intérêt commun des associés » *in* « Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées », *JCP* E, 1996, *Cah. dr. entr*, suppl. n° 4, p. 13.

CHAPITRE -2-
LES SANCTIONS DE LA RÉMUNÉRATION EXCESSIVE

92. Aucun texte ne prévoit la sanction de la rémunération excessive. De manière générale, l'organe compétent pour fixer la rémunération peut, à tout moment et unilatéralement, la modifier ou la supprimer s'il l'estime nécessaire[366]. Par ailleurs, le fait pour un dirigeant de s'accorder irrégulièrement une rémunération est susceptible de constituer un juste motif pour le révoquer. Cependant, lorsque le conseil ne réagit pas aux rémunérations exagérément ou irrégulièrement accordées aux dirigeants, la société et/ou les actionnaires peuvent saisir la justice. Le juge peut donc, dans ce cas, intervenir pour sanctionner la rémunération excessive des dirigeants sociaux.

La jurisprudence utilise les critères relatifs à la situation économique de la société et aux services rendus par le dirigeant afin de constater l'excès, mais en l'absence de textes visant expressément le caractère excessif de la rémunération, fonde la plupart de ses décisions sur des dispositions légales dont l'objet essentiel n'est pas de condamner ce caractère excessif. Les sanctions prononcées sont toutefois fondées sur les conséquences de cet excès[367]. Deux sanctions sont encourues en présence d'une rémunération abusive. Les tribunaux peuvent soit annuler cette rémunération (**Section 1**), soit engager la responsabilité, civile ou pénale, de ceux qui en bénéficient ou l'ont indûment fixée (**Section 2**).

SECTION -1- ANNULATION DE LA RÉMUNÉRATION

93. La sanction civile est parfois perçue comme un facteur de perturbation de l'ordre sociétaire. Pourtant, en œuvrant tantôt à la consolidation, tantôt à l'enrichissement du droit des sociétés, elle participe à la cohésion du droit privé[368]. L'annulation est une sanction civile consistant à anéantir l'acte ou la décision illégalement prononcée[369]. Néanmoins, la nullité a

[366] V. *infra*, n° 256.
[367] F. GARRON, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *art. préc.*, p. 796.
[368] M. AZAVANT, « La sanction civile en droit des sociétés ou l'apport du droit commun au droit spécial », *Rev. sociétés* 2003, p. 442.
[369] G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, *op. cit.*, p. 67.

un champ d'application limité en droit des sociétés : il n'est pas de nullité sans texte[370], ce qui peut conduire à un certain nombre de lacunes lorsque les prévisions législatives ne suffisent pas à sanctionner les irrégularités commises. Tel est le cas en matière de rémunérations excessives. Le Code de commerce ne prévoit la possibilité d'annuler la rémunération que dans des cas très limités et qui sont liés non pas au montant excessif de la rémunération, mais aux circonstances qui ont accompagné son attribution[371].

Ainsi, la jurisprudence cherche à sanctionner le caractère excessif de la rémunération, de manière indirecte, en appliquant des règles du droit des sociétés qui sont conçues pour d'autres raisons **(§1)**. Cependant, en raison de la déficience des règles spéciales, le juge peut également avoir recours aux règles du droit commun des obligations. Aucune règle du droit des sociétés n'interdit, en effet, la mise en œuvre des règles du droit civil, même si ces dernières manquent parfois d'efficacité en matière de nullité des rémunérations excessives **(§2)**.

§ 1. L'INSUFFISANCE DES RÈGLES DU DROIT DES SOCIÉTÉS EN MATIÈRE DE NULLITÉ

94. L'excès, envisagé en tant que tel, ne constitue pas, dans la plupart des cas, l'objet des sanctions, mais il représente un élément de fait qui participe à la violation de la loi. La jurisprudence se fonde sur quelques règles fondamentales du droit des sociétés pour justifier la nullité de la rémunération excessive. Ainsi, le juge annule cette rémunération lorsqu'elle porte atteinte aux règles fondamentales d'existence **(A)** ou de fonctionnement de la société **(B)**.

[370] Le Code de commerce l'énonce expressément en son article L. 235-1 : « *La nullité d'actes ou délibérations […] ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du présent livre ou des lois qui régissent les contrats* » ; CA Paris, 22 mars 1977, *D.* 1978, p. 157, note G. GOURLAY.

[371] Les articles L. 225-42 et L. 225-90 du Code de commerce prévoient l'annulation de la rémunération constituant une convention réglementée pour fraude ou pour défaut d'autorisation préalable du conseil si elle a eu des conséquences dommageables pour la société. L'article L. 225-102-1 du même code prévoit l'annulation en cas de défaut d'information détaillée sur la rémunération.

A / Annulation de la rémunération portant atteinte aux règles fondamentales d'existence de la société

95. La rémunération versée au dirigeant doit être, de manière générale, conforme aux règles du droit des sociétés relatives à la nature et à l'existence de la société. Lorsque les décisions ou les stipulations fixant la rémunération altèrent la nature de la société ou constituent des entraves à sa pérennité, elles peuvent être annulées.

Une affaire portée devant la cour d'appel de Nîmes fournit un exemple concernant l'atteinte qu'une rémunération excessive peut porter à l'existence de la société[372]. En l'espèce, l'importance de la rémunération du gérant associé d'une SARL, au regard des facultés de la société, avait eu pour effet de le faire échapper aux risques de pertes sociales et, par le fait même, avait engendré la disparition de l'*affectio societatis*. Celui-ci est présenté comme une notion révélatrice de l'existence d'une société ; il fait d'ailleurs partie intégrante des éléments fondamentaux du droit des sociétés[373]où il se définit comme la volonté de s'associer et de participer au pacte social[374]. Le défaut d'*affectio societatis* peut donner lieu à la caducité du contrat de société[375], ainsi que l'a rappelé la cour d'appel en l'espèce. En effet, après avoir constaté que la somme à verser était excessive, les juges ont prononcé non seulement l'annulation de cette somme, mais également l'annulation de la société elle-même. Dans cette affaire, la jurisprudence a eu recours au critère relatif à la situation économique de la société pour constater l'excès. Il reste toutefois vrai que, pour annuler la société et, par conséquent, la rémunération prévue pour le dirigeant, elle ne s'est pas fondée directement sur le caractère excessif de la rémunération, mais sur l'absence de l'*affectio societatis*, élément essentiel du contrat de société.

Une telle solution est donc, sans doute, appelée à demeurer exceptionnelle, surtout au regard des grandes sociétés anonymes dans lesquelles la rémunération, même très importante, ne peut pas affaiblir la situation financière de la société ou influer sur son existence. La

---

[372] CA Nîmes, 24 octobre 1973, *Bull. Joly. Sociétés* 1975, p. 596.

[373] Cass. 3e civ., 22 juin 1976, n° 74-10119, *D.* 1977, p. 619, note P. DIENER ; CA Paris, 10 mai 1995, *Bull. Joly. Sociétés* 1995, p. 742, note M. JEANTIN ; *JCP* E, 1995, I, p. 505, note A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN ; N. REBOUL « Remarques sur une notion conceptuelle et fonctionnelle : l'*affectio societatis* », *Rev. sociétés* 2000, p. 425.

[374] *L'affectio societatis* est entendu comme « *l'intention, qui doit animer les associés, de collaborer sur un pied d'égalité. L'affectio societatis implique non seulement un esprit de collaboration mais aussi le droit, pour chaque associé, d'exercer un contrôle sur les actes des personnes chargées d'administrer la société* » : S. GUINCHRD, T. DEBARD (dir.), *Lexique des termes juridiques*, Dalloz, 23e éd., 2015-2016, p. 45.

[375] I. TCHOTOURIAN, *Vers une définition de l'affectio societatis lors de la constitution d'une société,* Paris : L.G.D.J, 2011, p. 100 et s.

sanction de nullité trouve plutôt à s'appliquer lorsque la rémunération porte atteinte à l'une des règles fondamentales de fonctionnement de la société.

B / Annulation de la rémunération portant atteinte aux règles fondamentales de fonctionnement de la société

96. La rémunération versée au dirigeant peut être annulée lorsqu'elle a pour effet de porter atteinte au principe de la libre révocation **(a),** ou lorsqu'elle résulte d'un abus de majorité **(b)**.

a) Annulation de la rémunération ayant un effet dissuasif

97. Le respect du principe de la libre révocation est l'un des critères retenus par la jurisprudence afin de caractériser l'excès de la rémunération[376]. Celle-ci devient excessive quand elle dissuade les actionnaires de décider de la révocation du dirigeant alors qu'ils l'estiment nécessaire. À la différence des autres critères d'appréciation de la rémunération des dirigeants, ce critère, tiré de la dissuasion exercée sur le titulaire du pouvoir de révocation, suffit à lui seul à entraîner la nullité de la rémunération. La situation est en effet objective : il suffit que l'indemnité qu'il est prévu d'attribuer au dirigeant au moment de son départ constitue une charge excessive de nature à faire échec au principe de la libre révocation, pour que la nullité de ce complément de rémunération soit prononcée[377].

Que la révocation intervienne *ad nutum* ou pour juste motif, la jurisprudence annule toute convention qui aurait pour effet de porter atteinte à la libre révocabilité[378]. La Cour de cassation a ainsi approuvé la cour d'appel d'Aix-en-Provence d'avoir annulé une indemnité de révocation en précisant que celle-ci « *était illicite en ce qu'elle portait atteinte à la révocabilité ad nutum du mandataire social* »[379]. En revanche, la validité d'un parachute doré peut être reconnue si est retenue « *l'absence d'incidence de l'indemnité en cause sur la libre*

---

[376] V. *supra*, n° 74.
[377] F. GARRON, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *art. préc.*, p. 810.
[378] O. LAOUENAN, « Les golden parachutes dans les sociétés anonymes », *LPA* 2004, n° 150, p. 12, *art. préc.*, n° 9 et s.
[379] Cass. com., 15 novembre 2011, *Rev. sociétés* 2012 p. 234, note B. DONDERO ; pour un gérant de SARL : Cass. com., 6 novembre 2012, n° 11-20582, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 59, p. 125, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2013, n° 2, p. 31, comm. D. GALLOIS-COCHET ; *Gaz. Pal*. 22 décembre 2012, n° 357, p. 25, obs. A.-F. ZATTARA-GROS.

révocation »[380]. De même, l'indemnité promise par un tiers ou par un actionnaire minoritaire, qui ne peut influer sur la décision d'éviction, pourrait être admise[381]. Dans l'hypothèse d'une atteinte à la libre révocabilité, l'excès constitue donc pour la jurisprudence une raison indirecte pour prononcer l'annulation de la rémunération. Cependant, le recours à la nullité dans cette situation demeure limité et ne concerne que les petites et moyennes entreprises. Comme cela a été précédemment présenté[382], il est rare qu'une rémunération de dirigeant puisse influer sur la capacité financière d'une société de grande taille au point qu'elle l'empêche de révoquer le dirigeant à qui elle ne fait plus confiance. De plus, cette nullité ne vise que les avantages accordés à l'occasion du départ du dirigeant et ne s'applique pas à toutes les catégories de rémunérations.

98. La nullité de la décision fixant la rémunération du dirigeant peut également être prononcée en cas d'abus de majorité.

b) Annulation de la rémunération en cas d'abus de majorité

99. La loi ne comporte aucune disposition relative au montant de la rémunération des dirigeants. Les organes sociaux compétents pour déterminer cette rémunération disposent d'une grande liberté dans le principe d'une attribution et dans le montant de la somme versée au dirigeant. Cela s'explique par le fait que les décisions prises par ces organes sont présumées conformes à l'intérêt social. Cette liberté n'est toutefois pas absolue. Les règles régissant l'exercice du droit de vote exigent de respecter les conditions de majorité pour toute décision d'assemblée générale[383] ou de conseil[384]. Une fois que la décision est régulièrement prise, elle s'impose à tous les actionnaires y compris aux absents et aux minoritaires ayant voté contre la décision finalement adoptée. La loi de la majorité apparaît comme une nécessité pratique dans la mesure où il est impossible de réunir de manière durable le consentement unanime de tous les organes sociaux[385]. Cependant, la situation peut devenir problématique lorsque le dirigeant dispose, directement ou indirectement, seul ou avec d'autres, du contrôle de la majorité. En effet, l'attribution d'une rémunération élevée au dirigeant ou

[380] Cass. com., 19 avril 2005, n° 02-17059, inédit.
[381] Cass. com., 6 décembre 1983, n° 82-14198, *Rev. sociétés* 1984, p. 311, note P. LE CANNU ; Cass. com., 22 juin 1993, n° 90-21988, *RTD civ*. 1994, p. 343, note J. MESTRE.
[382] V. *supra*, n° 67.
[383] C. com. art. L. 223-29, pour la SARL.
[384] C. com. art. L. 225-37 et L. 225-82, pour les sociétés anonymes.
[385] A.-L. CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU, *Les abus de majorité, de minorité et d'égalité : étude comparative des droits français et américain des sociétés*, Paris : Dalloz, 2010, p. 39 et s.

l'augmentation de celle-ci est un indice de l'abus si l'intéressé a lui-même fixé sa rémunération ou a exercé une influence déterminante sur les décisionnaires[386]. Pour faire face à ce risque, la jurisprudence sanctionne le pouvoir de la majorité par l'application de la notion d'abus de majorité.

100. L'abus de majorité est la transposition en droit des sociétés de la théorie civiliste de l'abus de droit selon laquelle « *on peut user de son droit, mais non en abuser dans le seul dessein de nuire à autrui ou en le détournant de sa fonction* »[387]. Cette notion est régulièrement invoquée par les actionnaires minoritaires pour obtenir la remise en cause d'une décision attribuant une rémunération considérée comme anormale. La loi n'a ni défini l'abus de majorité ni prévu de sanction. C'est donc la jurisprudence qui a progressivement forgé cette notion et a mis en place des sanctions. Les critères de la qualification de l'abus de majorité ont été posés par l'arrêt « Schuman-Piquard » du 18 avril 1961[388]. Ainsi, selon la Cour de cassation, est abusive, la décision prise « *contrairement à l'intérêt général de la société, et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de la minorité* ». Deux critères cumulatifs sont alors exigés par la jurisprudence pour caractériser l'abus de majorité en matière de rémunération des dirigeants. Celle-ci doit non seulement être attribuée contrairement à l'intérêt social, mais aussi privilégier les majoritaires au détriment des minoritaires[389]. En présence de ces deux critères cumulés, le tribunal peut prononcer la nullité de la délibération ayant arrêté la rémunération litigieuse sur le fondement de l'abus de majorité[390]. Les minoritaires peuvent également engager la responsabilité des seuls majoritaires en vue d'obtenir le versement de dommages-intérêts sur le fondement des dispositions de l'article 1382 du Code civil.

L'exigence imposée par le premier critère concernant l'atteinte à l'intérêt social invite à chercher si le montant de la rémunération ne correspond pas à la situation financière de la société ou s'il n'est pas proportionné au travail effectivement fourni par le dirigeant. La charge de la preuve pèse sur les minoritaires, lésés par la rémunération versée au dirigeant, qui doivent prouver que la décision, outre sa contrariété à l'intérêt social, a pour effet de rompre intentionnellement l'égalité entre les actionnaires et de causer un préjudice personnel

---

[386] *Id.*, p. 93.
[387] Sur l'abus de droit, L. JOSSERAND, *De l'esprit des droits et de leur relativité : théorie dite de l'abus des droits*, Paris : Dalloz, 2006.
[388] Cass. com., 18 avril 1961, n° 59-11394, *Bull. civ.*, III, n° 175; *JCP* G 1961, II, 12164, note D. BASTIAN; *RTD com.* 1961, p. 634, obs. R. HOUIN.
[389] B. DONDERO, note sous Cass. com., 8 février 2011, n° 10-11788, *JCP* E 2011, n° 19, 1367, p. 27.
[390] E. LEPOUTRE, « Les sanctions des abus de minorité et de majorité dans les sociétés commerciales », *Dr et patrimoine*, décembre 1995, p. 68.

au groupe de minoritaires. Par l'exigence de cette double condition, la jurisprudence vise à éviter toute action abusive des minoritaires ayant pour objectif de faire obstacle à l'application de la règle de la majorité. À défaut de cette démonstration, l'action des minoritaires ne sera pas recevable[391].

101. Dans l'hypothèse où le dirigeant est largement majoritaire, il peut facilement faire voter la rémunération qu'il souhaite. Dans les sociétés autres que les sociétés anonymes, la fixation de la rémunération des dirigeants n'est régie par aucun texte, mais elle est laissée aux statuts. Par exemple, dans les sociétés à responsabilité limitée ou les sociétés par actions simplifiée, les statuts prévoient, le plus souvent, que le montant de la rémunération sera déterminé par un organe social tel que l'assemblée générale des associés[392]. La Cour de cassation a affirmé que, dans un tel cas, le gérant peut, s'il est associé, prendre part au vote fixant sa propre rémunération, celle-ci ne relevant pas de la procédure des conventions réglementées[393]. La violation de l'intérêt social, défini comme l'intérêt de l'entreprise, ne saurait suffire à caractériser l'abus de majorité et à remettre en cause la rémunération excessive. La jurisprudence adopte en matière d'abus de majorité une conception stricte de l'intérêt social en exigeant que la décision soit prise dans l'unique dessein de favoriser les majoritaires au détriment des minoritaires. En effet, si la majorité peut, sous certaines conditions, imposer des décisions valables à la minorité, c'est uniquement parce qu'elle est présumée agir dans l'intérêt social[394]. Les majoritaires ne doivent pas faire primer leurs intérêts personnels sur ceux de la société. Lorsque la décision fixant la rémunération a pour effet de privilégier le groupe des majoritaires, les minoritaires peuvent contester la rupture d'égalité qui en résulte. Celle-ci ne constitue pas nécessairement un abus de majorité dès lors qu'elle pourrait se justifier au regard de l'intérêt social. La Cour de cassation rejette ainsi les

[391] Cass. com., 4 octobre 2011, n° 10-23398, *Rev. sociétés* 2012, p. 38, note D. SCHMIDT ; *LPA* 5 avril 2012, p. 8, note S. ANDJECHAIRI ; *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 510, p. 968, note B. DONDERO. Dans cette affaire, la Cour de cassation a reproché à la cour d'appel de ne pas avoir suffisamment expliqué « *en quoi la délibération ayant arrêté la rémunération litigieuse, considérée en elle-même, avait été prise contrairement à l'intérêt social et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de la minorité* ».

[392] V. par exemple, s'agissant de la rémunération d'un président d'une SAS, Cass. com., 4 novembre 2014, n° 13-24889, *Gaz. Pal.* 27 janvier 2015, n° 27, p. 13, comm. A.-F. ZATTARA-GROS ; *Dr. Sociétés*, 2015, n° 1, p. 24, comm. 7, comm. D. GALLOIS-COCHET ; *Rev. sociétés* 2015, p. 108, note L. GODON ; *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 112x8, p. 13, note P.-L. PÉRIN ; *JCP* E 2014, n° 51-52, 1652, p. 31, note B. DONDERO.

[393] Cass. com., 4 mai 2010, n° 09-13205**,** *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 134, p. 647, note B. DONDERO ; *D.* 2010, p. 1206, note A. LIENHARD ; Cass. com., 4 octobre 2011, n° 10-23398, *préc*.

[394] CA Paris, 2 novembre 1954, *D.* 1954, p. 758.

demandes fondées sur l'abus de majorité dès lors que la décision des majoritaires peut être justifiée par des considérations économiques propres à la société[395].

Cependant, la situation dans les sociétés anonymes est différente dans la mesure où la détermination de la rémunération des dirigeants par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance fait l'objet d'une délibération, ce qui lui confère une nature institutionnelle et non conventionnelle. L'absence d'une intervention de la part des actionnaires conduit *a priori* à exclure l'abus de majorité dans ces sociétés. Il pourrait toutefois être soutenu qu'en matière de rémunération exceptionnelle soumise à la procédure des conventions réglementées, les actionnaires sont invités à autoriser l'attribution de la rémunération. En outre, malgré une nature par principe institutionnelle, la fixation de la rémunération est souvent sous l'influence du dirigeant intéressé et une véritable négociation peut s'instaurer. En effet, du fait que le conseil d'administration est l'émanation de l'assemblée générale des actionnaires[396], le dirigeant, choisi indirectement par le groupe des majoritaires, pourrait ainsi user d'un rapport de force favorable pour tenter d'obtenir une rémunération excessive[397]. En pratique, démontrer qu'une rémunération constitue un abus de majorité dans une société anonyme se révèle quelque peu contraignant dans la mesure où il paraît difficile de rapporter la preuve des deux conditions cumulatives énoncées[398]. Si l'attribution de la rémunération est susceptible d'être contraire à l'intérêt social, il est difficilement imaginable qu'une décision prise par le conseil d'administration, même sous l'influence exercée par le dirigeant, ait pour but de favoriser les actionnaires majoritaires. L'abus commis dans le choix des membres du conseil d'administration justifierait l'annulation de la décision de la nomination et non celle fixant la rémunération. C'est ainsi que l'abus de majorité n'a pas été retenu dans une affaire où l'augmentation de la rémunération était proportionnelle à l'évolution de l'activité de la société[399]. De même, la Cour de cassation n'a pas admis la qualification d'abus de majorité notamment parce que les rémunérations accordées au président du conseil d'administration étaient supérieures aux bénéfices[400]. En revanche, dans un arrêt daté du 30 mars 1977[401], la cour d'appel de Paris a pu annuler les délibérations du conseil d'administration parce que le président du conseil avait profité de l'absence d'un administrateur et de la complicité d'un autre pour augmenter rétroactivement sa rémunération malgré les pertes atteignant six fois le

[395] Cass. com., 25 mai 1970, n° 67-11088, *RTD com.* 1970, p. 733, note R. HOUIN.
[396] C. com. art. L. 225-18.
[397] S. ANDJECHAIRI, Y. SERRA, « Abus de majorité de rémunération du dirigeant », *RJDA* 6/2012, n° 6, p. 511.
[398] *Id.*, p. 515.
[399] CA Paris, 6 décembre 2007, *RJDA* 4/08, n° 431, p. 424.
[400] Cass. com., 17 mars 2009, n° 08-11.268, *RTD* com. 2009, p. 383, note P. LE CANNU et B. DONDERO.
[401] CA Paris, 30 mars 1977, *Rev. sociétés*, 1977, p. 470, note J. H.

capital social. Dans une affaire plus ancienne, les juges avaient retenu l'abus de droit puisque l'allocation de la rémunération réduisait de façon excessive le montant des bénéfices par rapport à l'activité sociale et au chiffre d'affaires[402]. Par ces décisions, la jurisprudence a condamné le comportement du dirigeant qui cherchait à faire primer son intérêt personnel sur l'intérêt social, mais il peut être observé que la volonté de privilégier l'intérêt des majoritaires n'a pas été démontrée, ce qui peut s'expliquer par le fait que ces arrêts ont été rendus à une époque où la jurisprudence relative à l'abus de majorité n'était pas encore bien établie. Il reste que de telles décisions illustrent le fait que les dirigeants peuvent instrumentaliser le pouvoir de la décision sans que l'abus de majorité ne puisse leur être reproché.

102. Les cas de nullité proposés par le droit des sociétés se révèlent donc limités tant en ce qui concerne les règles fondamentales d'existence que de fonctionnement de la société. Cette insuffisance des règles spéciales peut permettre à la société et aux associés d'avoir recours aux règles du droit civil afin d'obtenir la nullité de la rémunération du dirigeant. Bien qu'elles ne soient pas toujours efficaces, ces dernières apparaissent tout de même comme un recours à explorer en matière de nullité.

§ 2. L'INEFFICACITÉ DU RECOURS AUX PRINCIPES DU DROIT COMMUN DES OBLIGATIONS

103. Lorsque les dispositions spécifiques ne suffisent pas à sanctionner une rémunération excessive, la nullité de celle-ci peut être envisagée à l'aune de l'ensemble des règles prévues par le Code civil. En effet, que la rémunération soit qualifiée de convention[403] ou d'acte unilatéral[404], d'ordre institutionnel, elle n'échappe pas aux règles de formation des actes juridiques[405]. Ainsi, la jurisprudence applique régulièrement les principes du droit

---

[402] CA Grenoble, 6 mai 1964, *Gaz. Pal.* 1964, II, p. 208.

[403] F. GUERCHOUN, « Vers l'imprescriptibilité de l'action en nullité des conventions réglementées », *LPA* 21 avril 2006, n° 80, p. 5, spéc. p. 12 : « *Les conventions réglementées ne constituent par nature qu'une catégorie originale de contrats. Leur validité procède aussi du droit commun, hormis les cas dans lesquels le législateur en a expressément disposé autrement* ».

[404] Il est acquis que l'engagement unilatéral obéit en principe aux exigences du droit commun des contrats. M. FABRE-MAGNAN, *Droit des obligations : Contrat et engagement unilatéral*, 3e éd., Paris : PUF, 2012, p. 729 et s ; J.-L. AUBERT, « Engagement unilatéral de volonté », *Rép. civ.* juin 2012, n° 48 ; V. également, M.-L. IZORCHE, *L'avènement de l'engagement unilatéral en droit privé contemporain*, Aix-En-Provence : Presse universitaires d'Aix-Marseille, 1995, p. 219 et s.

[405] C. GOLDIE-GENICON, *Contribution à l'étude des rapports entre le droit commun et le droit spécial des contrats*, Paris : LGDJ, 2009, n° 393 : « *les contrats, lorsqu'ils sont soumis à des règles particulières, demeurent soumis aux règles communes gouvernant les contrats, pourvu qu'il n'y ait pas d'antinomie entre ces règles communes et ces règles particulières* ».

commun afin de suppléer les insuffisances du droit des sociétés en matière de nullité. Si les règles relatives à la formation du contrat peuvent parfois faire obstacle à l'octroi de certaines rémunérations **(A)**, les règles relatives à l'exécution du contrat sont toujours inefficaces **(B)**.

A/ Les règles relatives à la formation du contrat

104. Le recours au droit commun des obligations reste exceptionnel. La société et les actionnaires pourraient toutefois rechercher la nullité de la rémunération sur le terrain de la théorie de la cause **(a)**, ou bien à travers le principe de la nullité des actes passés pendant la période suspecte **(b)**.

a) La théorie de la cause

105. Aux termes de l'article 1131 du Code civil, « *l'obligation sans cause, ou sur une fausse cause, ou sur une cause illicite, ne peut avoir aucun effet* ». Ainsi, la rémunération est nulle si elle n'a pas de cause **(1)**, ou si la cause est illicite **(2)**.

1. L'absence de cause

106. L'article 1108 du Code civil subordonne la validité du contrat à l'existence d'une « *cause licite dans l'obligation* ». Cette condition est confirmée par l'article 1131 du même code qui considère que l'obligation sans cause est dépourvue d'effet. En droit français, ainsi que dans d'autres systèmes juridiques de même tradition[406], la cause est un élément fondamental de l'obligation en ce qu'elle permet à celle-ci de tirer sa justification de l'émanation de volonté. Si la cause est absente, l'acte juridique sera donc nul. Cependant, la notion de cause ne joue pas le même rôle dans tous les systèmes juridiques[407]. Par exemple, le droit romain ignorait cette notion et validait le contrat sans aucune référence à sa cause. Si ce droit interdisait de forcer un débiteur à exécuter son obligation lorsque son engagement avait été pris sans raison, il n'était pas possible d'annuler un contrat pour défaut de cause ou parce

[406] Par exemple, l'article 1325 du Code civil italien mentionne la cause parmi les conditions de validité du contrat. De même, le Code civil syrien (art.137) et le Code libanais des obligations et des contrats (art.177) exigent que « *le consentement soit déterminé par une cause* ».
[407] C. LARROUMET, *Droit civil, Les obligations, Le contrat*, Tome III, 6e éd., Paris : Economica 2007, p. 441.

que sa cause était illicite. Le droit allemand n'ignore pas la notion de la cause, mais il n'en fait pas une condition de validité du contrat. À la différence du droit français, le Code civil allemand considère que l'existence de la cause conditionne celle du contrat lui-même, ce dont il résulte que lorsqu'il n'y a pas de cause, il n'y a pas de contrat et non pas un contrat qui ne serait pas valable. Par conséquent, le débiteur peut refuser l'exécution de l'obligation[408]. Quant aux systèmes juridiques de *common law*, ils ne connaissent pas la notion de cause au sens français du terme. La poursuite d'un but illicite ou immoral est sanctionnée, mais sans faire référence à cette notion[409].

La notion de cause tend à chercher la raison pour laquelle les parties ont contracté. Cette notion peut être appréciée à deux niveaux[410]. Si l'on se place au niveau des obligations de chaque partie, la cause est une notion objective puisque la cause de l'obligation sera toujours la même dans chaque type de contrat. En revanche, en considérant l'opération contractuelle dans son ensemble, la notion de cause est nécessairement subjective étant donné que la cause du contrat variera dans chaque hypothèse suivant la personnalité des contractants et la finalité qu'ils ont poursuivie[411]. La nécessité de choisir entre les deux notions a fait l'objet de longues controverses, mais le débat a finalement abouti sur un accord consistant à admettre la coexistence des deux notions. En effet, la notion objective permet de contrôler l'existence de la cause alors que la notion subjective sert à en contrôler la licéité[412].

107. Dans un objectif affiché de simplification et de modernisation du droit[413], le projet de réforme du droit des obligations propose de supprimer la notion de cause[414]. Le projet

---

[408] Code civil allemand (B.G.B), § 821.

[409] Dans les systèmes juridiques de *common law*, la justification économique de l'obligation est assurée à travers une notion différente de la cause, la *consideration*. Celle-ci ne conditionne pas la validité d'une promesse mais il s'agit d'un élément de la définition d'une promesse. La raison en est que dans les systèmes de *common law*, une promesse d'accomplir une prestation n'est juridiquement obligatoire que si la promesse repose sur une *consideration*, celle-ci étant la contrepartie de la promesse qui consiste soit dans un bénéfice en faveur du débiteur ou un désavantage à l'encontre du bénéficiaire de la promesse, soit dans le prix de la promesse, ce qui est plus large. S'il n'y a pas de *consideration*, il n'y a pas de promesse contractuelle. C. LARROUMET, *Droit civil, Les obligations, Le contrat, op. cit.*, p. 444.

[410] A. BÉNABENT, *Droit des obligations*, 14e éd., Paris : Montchrestien-Lextenso, 2014, p. 144.

[411] Par exemple, dans le contrat de vente, la cause de l'obligation du vendeur est de recevoir un prix et celle de l'acheteur de disposer de l'article vendu. Mais on pourrait également s'intéresser aux motifs qui ont poussé le vendeur à vendre (besoin d'argent pour financer un projet ou pour payer des dettes urgentes, etc.) et l'acheteur à acheter.

[412] P. MALINVAUD, D. FENOUILLET, *Droit des obligations*, 12e éd., Paris : Litec, 2012, p. 240.

[413] V. L'exposé des motifs de la loi n° 2015-177 du 16 février 2015 relative à la modernisation et à la simplification du droit et des procédures dans les domaines de la justice et des affaires intérieures, disponible sur http://www.legifrance.gouv.fr/affichLoiPubliee.do;jsessionid=B1B37D8A30E1A241959C5A0F969227D1.tpdila15v_2?idDocument=JORFDOLE000028244542&type=expose&typeLoi=&legislature=14: «*Seront modernisées conformément au 2°, les règles relatives à la validité du contrat. Un article introductif rappellera les trois seules conditions désormais nécessaires : le consentement des parties, leur capacité de contracter et l'existence d'un*

d'article 1127 prévoit que « *sont nécessaires à la validité d'un contrat : le consentement des parties ; leur capacité de contracter ; un contenu licite et certain* ». La cause et l'objet sont ainsi fusionnés sous une bannière commune, à savoir le contenu. Le remplacement du concept de cause par celui de contenu est regretté par une partie de la doctrine car « *il n'exprime aucune idée, ne trace aucune perspective, puisque tout contrat a nécessairement un contenu* »[415]. En outre, le concept de contenu du contrat ne peut pas s'appliquer aux engagements unilatéraux, tandis que la théorie de la cause n'est pas propre aux contrats synallagmatiques[416]. Pour une autre partie, la théorie de la cause est « *inutile et dangereuse* »[417] ; le projet conserve d'ailleurs toutes les fonctions de la cause relatives à la nullité et dispose que le contrat ne peut déroger à l'ordre public par son « *but* »[418]. Or, le but n'est pas autre chose que la cause. Il semblerait donc que si le mot « cause » était supprimé, la théorie de la cause continuerait pour autant à s'appliquer[419].

108. Afin de vérifier l'existence de la cause, il est nécessaire de rechercher la cause de l'obligation. Celle-ci ne serait pas seulement l'obligation de l'autre partie, mais elle résiderait dans l'exécution de l'obligation de l'autre partie, à savoir la contre-prestation[420]. S'il n'y a pas de contrepartie, la cause est donc absente. Il en est ainsi dans le contrat de vente : l'inexistence de la chose vendue rend le contrat nul car la dette de l'acheteur est sans cause[421]. De même, si la chose louée ne peut pas servir à l'usage convenu, l'obligation du locataire de payer le loyer est sans cause[422]. Transposée au domaine des rémunérations accordées aux dirigeants sociaux, la cause réside essentiellement dans les services rendus ou qui seront rendus par ces dirigeants. Or, il est difficile d'imaginer que le dirigeant, bénéficiaire d'une

---

contenu licite et certain. Il est proposé de ne plus faire appel à la notion de « cause » mais de préciser les différentes fonctions régulatrices ou correctrices jusqu'à présent assignées à cette notion par la jurisprudence ».

[414] Projet d'ordonnance portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations.

[415] R. BOFFA, « Juste cause (et injuste clause) : Brèves remarques sur le projet de réforme du droit des contrats », *D*. 2015, p. 335, spéc. n° 11 ; V. également, D. MAZEAU, « Pour que survive la cause en dépit de la réforme ! », *Dr. et Patrimoine*, octobre 2014, p. 38 ; O. TOURNAFOND, « Pourquoi il faut conserver la théorie de la cause en droit civil français », *D*. 2008, p. 2607 ; A. GHOZI, Y. LEQUETTE, « La réforme du droit des contrats : brèves observations sur le projet de la chancellerie », *D*. 2008, p. 2609.

[416] V. sur ce point, N. DISSAUX, C. JAMIN, *Projet de réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations*, Paris : Dalloz, 2015, p. 27. Rappelons que la rémunération du dirigeant a en principe un caractère institutionnel et est attribuée par une décision du conseil d'administration ou de surveillance.

[417] L. AYNÈS, « La cause, inutile et dangereuse », *Dr. et patrimoine*, octobre 2014, p. 40 : « *La théorie de la cause est inutile si elle est appliquée avec rigueur ; elle est dangereuse lorsqu'elle ne l'est pas* ».

[418] Projet d'ordonnance, *op. cit*., art. 1161.

[419] C. GRIMALDI, « Les maux de la cause ne sont pas qu'une affaire de mots. À propos du projet d'ordonnance portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations », *D*. 2015, p. 814.

[420] H. CAPITANT, *De la cause des obligations*, Paris : éd. de la Mémoire du droit, 2011, n° 14, p. 43 : « *Dans un contrat synallagmatique, la cause qui détermine chaque partie à s'obliger est la volonté d'obtenir l'exécution de la prestation qui lui est promise en retour* ».

[421] Cass. 3e civ., 4 mai 1983, n° 79-16575, *Bull. civ.*, III, n° 103.

[422] Cass. com., 5 octobre 1981, n° 80-11076, *Bull. civ.*, VI, n° 340.

telle rémunération, n'ait rendu aucun service à la société. Par son contrat de mandat social, le dirigeant s'engage à fournir un travail effectif en faveur de la société, aussi minime qu'il soit. Il est donc très rare que la rémunération soit octroyée sans aucune contrepartie.

Pourtant, il existe des affaires dans lesquelles la Cour de cassation a pu annuler la rémunération ou la convention prévoyant son octroi pour absence de cause. Dans un arrêt en date du 8 avril 1976, la Cour de cassation s'est fondée sur l'absence de cause pour annuler une pension accordée à un dirigeant[423]. En l'espèce, un président de société anonyme avait démissionné de sa fonction et s'était ensuite vu attribuer par la société une pension de retraite. Avant l'approbation de la convention par l'assemblée générale, il était entré au service d'un groupe concurrent, ce qu'il avait dolosivement dissimulé aux dirigeants de son ancienne société dont il connaissait le souci de se prémunir contre un tel risque. La Cour de cassation a approuvé la cour d'appel de Paris d'avoir annulé le versement de la pension aux motifs que l'acte n'était pas bilatéral puisque seule la société s'était trouvée engagée, et que la cause de cet engagement, dont le caractère était gratuit, résidait dans la qualité des services rendus dans le passé à l'intérêt social et, pour l'avenir, dans un comportement respectueux de ce même intérêt. Cependant, même si la Haute cour a fondé sa décision sur l'absence de cause, il semble que seul le dol puisse justifier cette solution ; sinon il faudrait parler de résolution de la convention pour inexécution par l'intéressé de son obligation de fidélité. Il s'agit donc d'une décision d'espèce dont on ne saurait déduire que l'obligation de fidélité constitue toujours la cause de l'engagement de la société[424]. Dans un arrêt plus récent[425], la Cour de cassation a jugé nulle pour défaut de cause une convention de prestation de services constitutive d'un contournement du principe de non-cumul. En l'espèce, le directeur général, pour contourner les conditions restrictives posées par la jurisprudence au cumul d'un mandat social et d'un contrat de travail avec la société dirigée, avait constitué une société de prestation de services, laquelle avait conclu avec la société principale une convention pour fournir des prestations entrant déjà de plein droit dans sa mission légale de directeur général. La Cour de cassation a annulé la convention en estimant qu'il s'agissait d'un double emploi. La convention n'avait pas de raison d'être et partant les rémunérations versées étaient indues puisque le dirigeant était déjà rémunéré au titre de sa fonction de directeur général.

[423] Cass. com., 8 avril 1976, n° 75-10971, *JCP* G, 1977, II, 18739, note N. BERNARD ; *RTD*.com, 1977, p. 535.
[424] *Ibid.*
[425] Cass. com., 14 septembre 2010, n° 09-16084, *Rev. sociétés* 2010, p. 462, note A. LIENHARD ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 12, comm. 226, comm. D. GALLOIS-COCHET.

Il n'en demeure pas moins que cette position, confirmée dans une espèce fort similaire[426], se limite au cas très particulier des conventions d'externalisation de l'administration et de la gestion de la société et vise à encadrer plus strictement la pratique dite des « *management fees* »[427] et ce, peu importe la valeur de la rémunération. En outre, selon un auteur, la suppression de la cause par la réforme rendrait difficile l'annulation de ce type de convention[428].

109. La jurisprudence utilise parfois la notion de cause pour assurer la cohérence du contrat dans son ensemble. Au nom de la justice contractuelle, la jurisprudence annule ainsi les clauses accordant à une partie un avantage qu'elle estime comme tellement excessif qu'il en est dépourvu de contrepartie[429]. Ce moyen juridique a été utilisé pour annuler les obligations dont la contrepartie est dérisoire[430], les clauses qui sont contraires à la finalité du contrat[431], ou encore celles qui vident le contrat de sa substance, notamment les clauses d'exclusion de garantie trop nombreuses dans les contrats d'assurance[432]. Par un arrêt très célèbre, à savoir l'arrêt *Chronopost* du 22 octobre 1996[433], la Cour de cassation a ainsi décidé que l'inexécution de l'obligation essentielle du contrat permet d'annuler les clauses limitatives de responsabilité, car le contraire rendrait sans cause l'engagement de l'autre contractant[434]. Ce courant jurisprudentiel est soutenu par certains auteurs qui font de l'équilibre des prestations l'expression de la cause de l'obligation en tant que condition de

---

[426] Cass. com., 23 octobre 2012, n° 11-23376, *Dr. Sociétés* 2013, n° 2, comm. M. ROUSSILLE ; *D.* 2013, p. 391, obs. S. AMARANI-MEKKI et M. MEKKI ; *Gaz. Pal.* 24 janvier, n° 24, 2013, p. 14, obs. D. HOUTCIEFF ; *Gaz. Pal.* 22 décembre 2012, n° 21, p. 21, obs. B. DONDERO ; CA Paris, 4 juillet 2013, *Gaz. Pal.* 4 février 2014, n° 35, p. 26, note B. DONDERO.

[427] B. LACOMBE, « Haro sur les *management fees* ? », *LPA* 23 mai 2014, n° 103, p. 4.

[428] T. GENICON, « Défense et illustration de la cause en droit des contrats. À propos du projet de réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations », *D.* 2015, p.1551 : le contrôle de l'existence de la cause « *consiste […] à vérifier si, de l'extérieur, le contrat a une utilité et une rationalité suffisantes pour que l'ordre juridique accepte de lui prêter son concours (en lui donnant force obligatoire). C'est précisément ce qui permet aujourd'hui d'annuler un contrat alors pourtant qu'aucun consentement n'a été vicié* », comme les conventions de *management fees*.

[429] J.-M. GUÉGUEN, « Le renouveau de la cause en tant qu'instrument de justice contractuelle », *D.* 1999, p. 352.

[430] Cass. 1re civ., 14 octobre 1997, n° 95-14284, *Defrénois* 1998, p. 140 obs. D. MAZEAUD.

[431] Cass. 1re civ., 25 mai 1992, n° 89-18923, *Bull. civ.*, I, n° 151, p. 103.

[432] Cass. 1re civ., 14 janvier 1992, n° 90-15940, *Bull. civ.*, I, n° 14, p. 8.

[433] Cass. com., 22 octobre 1996, n° 93-18632, *D.* 1997, p. 121, note A. SÉRIAUX ; *JCP* G, 1997, II, n° 22881, p. 336, note D. COHEN ; V. également, J. GHESTIN, *Cause de l'engagement et validité du contrat*, Paris : L.G.D.J 2006, p. 180 et s.

[434] « *Attendu que […] spécialiste du transport rapide garantissant la fiabilité et la célérité de son service, la société Chronopost s'était engagée à livrer les plis de la société Banchereau dans un délai déterminé, et qu'en raison du manquement à cette obligation essentielle la clause limitative de responsabilité du contrat, qui contredisait la portée de l'engagement pris, devait être réputée non écrite* » ; V. également, dans le même sens, Cass. mixt., 22 avril 2005, n° 03-14112, *Bull. mixt.*, 2005, n° 4, p. 10 ; *RDC* 2005, p. 673, obs. D. MAZEAUD ; Cass. com., 29 juin 2010, n° 09-11841, *D.* 2010, p. 1832, note D. MAZEAUD ; *D Actualité.* 7 juillet 2010, note X. DELPECH ; Cass. civ, 23 mai 2013, n° 12-11652, inédit.

validité de la convention[435]. Le projet de réforme du droit des obligations entend consacrer cette jurisprudence[436], ce qui permettrait théoriquement de mettre en cause une convention octroyant une rémunération à un dirigeant social en dépit du caractère insignifiant du travail qu'il a fourni. En pratique, la difficulté résiderait éventuellement dans la définition du travail insignifiant, notamment dans les grandes sociétés.

110. Certains auteurs se sont prononcés pour un renouvellement de la notion de justice au sein du contrat en développant le principe de proportionnalité[437]. Cette idée de proportionnalité des prestations est applicable aux différentes rémunérations accordées aux dirigeants[438]. Comme cela a été évoqué précédemment[439], la proportionnalité entre la rémunération du dirigeant et les services qu'il rend à la société constitue l'un des critères d'appréciation du caractère excessif de la rémunération. La question qui se pose est de savoir si l'absence d'une telle proportionnalité permettrait d'annuler la rémunération de manière générale, quelle qu'elle soit, au motif qu'il s'agirait d'un engagement dépourvu de cause. Dans l'état actuel du droit, la jurisprudence de la Cour de cassation fait régulièrement référence à l'exigence de proportionnalité pour apprécier la normalité de la rémunération, mais elle ne prononce pas systématiquement la nullité pour le simple manque d'équilibre entre le travail fourni et la somme versée. Dans l'arrêt du 10 novembre 2009, dont l'espèce a déjà été présentée[440], la Chambre commerciale a pu constater que l'exigence de proportionnalité par rapport aux services rendus n'était pas satisfaite, mais elle n'a pas annulé l'avantage en cause pour cette raison. Elle en a seulement conclu que l'avantage ne constituait pas un complément de rémunération et devait par conséquent être soumis à la procédure des conventions réglementées. C'est le non-respect de cette procédure qui a ensuite entraîné l'annulation de l'avantage par application de l'article L. 225-41 du Code de commerce. Dans un autre arrêt, rendu le 15 juillet 1987, il a été relevé que l'avantage alloué n'était pas « *une véritable retraite à titre de complément de rémunération dont la cause aurait été les services antérieurement rendus et sous-rémunérés, mais une libéralité* »[441]. La Cour de cassation a

---

[435] J. MAURY, *Essai sur le rôle de la notion d'équivalence en droit civil français*, Thèse, Toulouse, 1927, n° 88. L'auteur considère que : « *n'est cause que ce qui est équivalent* ».
[436] Projet d'ordonnance, *op. cit.*, art. 1168 et 1169 : « *Un contrat à titre onéreux est nul lorsque, au moment de sa formation, la contrepartie convenue au profit de celui qui s'engage est illusoire ou dérisoire ; Toute clause qui prive de sa substance l'obligation essentielle du débiteur est réputée non écrite* ».
[437] Y. AUGUET, « Au nom de la cause, vive la généralisation du critère de proportionnalité », *Dr et patrimoine*, mars 2001, n° 91, p. 33.
[438] R. VATINET, « Existe-t-il un principe de proportionnalité en droit des sociétés », *LPA*, 30 septembre 1998, n° 117, p. 58.
[439] V. *supra*, n° 68.
[440] V. *supra*, n° 71.
[441] Cass. com., 15 juillet 1987, n° 84-16222, *Bull. civ.*, IV, n° 194, p. 142.

ainsi approuvé la décision de la cour d'appel d'Amiens qui avait annulé le versement de l'avantage, mais en se fondant tant sur l'incapacité financière de la société que sur l'atteinte au principe de la révocabilité *ad nutum*.

111. Le principe de proportionnalité pourrait connaître une évolution importante avec l'introduction, par le projet de réforme du droit des obligations, de la clause abusive dans le Code civil. Celle-ci ne concernait jusqu'à présent que des cas particuliers. Le Code de la consommation permet en effet d'annuler les clauses qui ont pour effet de créer, au détriment du non-professionnel ou du consommateur, un déséquilibre significatif entre les droits et les obligations des parties au contrat[442]. Pour sa part, la Cour de cassation considère que le juge est habilité à déclarer non écrite une clause abusive même en dehors de toute disposition légale ou réglementaire en ce sens[443]. La notion de déséquilibre significatif dans les contrats entre professionnels est également consacrée, sous l'angle de la responsabilité, par l'article L. 442-6, alinéa 1er, du Code de commerce[444]. Faute d'un rapport professionnel-consommateur, la nullité relative aux clauses abusives ne pouvait être appliquée à la rémunération des dirigeants. Toutefois, selon le projet d'article 1169, toute clause créant « *un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties au contrat peut être supprimée par le juge à la demande du contractant au détriment duquel elle est stipulée* ». Le texte, s'il est adopté en la forme[445], élargirait le pouvoir du juge et lui permettrait de contrôler l'équilibre économique entre les avantages et les devoirs[446]. L'on pourrait donc s'interroger si ce pouvoir s'étendrait aux rémunérations des dirigeants. Cette généralisation de l'application des clauses abusives soulève en réalité plusieurs interrogations notamment quant au principe de la liberté contractuelle[447]. Faudrait-il alors considérer, contrairement à ce qui a été écrit[448], que la liberté serait la rançon de l'équilibre ? Il ne faut néanmoins pas oublier que l'octroi de la rémunération est par principe un acte unilatéral. En outre, le deuxième alinéa de

---

[442] C. consom. art. L. 132-1 et R. 132-1 à R. 132-2-1.
[443] Cass. 1re civ., 14 mai 1991, n° 89-20999, *D.* 1991, p. 320, note J.-L. AUBERT.
[444] L'article L. 442-6, al. 1, 2° du Code de commerce dispose qu'engage la responsabilité de son auteur le fait par tout producteur, commerçant, industriel ou personne immatriculée au répertoire des métiers « *de soumettre ou de tenter de soumettre un partenaire commercial à des obligations créant un déséquilibre significatif dans les droits et obligations des parties* ».
[445] Le professeur Romain Boffa considère que l'introduction des clauses abusive dans le Code civil est « *excessive et dangereuse* » et propose de limiter la portée de l'article 77 du projet de réforme aux seuls contrats d'adhésion : R. BOFFA, « Juste cause (et injuste clause) : Brèves remarques sur le projet de réforme du droit des contrats », *art. préc.*, n° 21.
[446] C. GRIMALDI, « Les maux de la cause ne sont pas qu'une affaire de mots. À propos du projet d'ordonnance portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations », *art. préc.*, p. 814.
[447] P. STOFFEL-MUNCK, « Les clauses abusives, on attendait Grouchy », *Dr. et patrimoine*, octobre 2014, p. 56.
[448] D. MAZEAUD, T. GENICON, « Protection des professionnels contre les clauses abusives », *RDC* 2012, n° 1, p. 276 : « *le déséquilibre est la rançon de la liberté* ».

ce projet d'article 1169 précise que l'appréciation du déséquilibre significatif « *ne porte ni sur la définition de l'objet du contrat ni sur l'adéquation du prix à la prestation* », ce qui limiterait la portée de cet article[449], et permettrait d'exclure les rémunérations des dirigeants. La question du déséquilibre des obligations évoque également un contrat lésionnaire qui se définit comme porteur d'un défaut d'équivalence entre les prestations des parties au moment de la conclusion du contrat[450]. Toutefois, la lésion n'est pas une cause générale de nullité des contrats parce qu'elle ne vicie les conventions que dans certains contrats ou à l'égard de certaines personnes[451]. Cette exclusion de la lésion des causes de nullité des contrats est confirmée par le projet de réforme du droit des obligations[452].

112. En conséquence, il apparaît difficile de rechercher la nullité de la rémunération sur le fondement de l'absence de cause. Quoi qu'il en soit, la simple existence de la cause ne suffit pas pour que le contrat soit valable, celle-ci doit également être licite.

2. L'illicéité de la cause

113. La convention pourvue d'une cause la justifiant économiquement n'est pas valablement formée si cette cause est illicite. L'illicéité de la cause entraîne la nullité absolue du contrat qui peut être invoquée par toute personne ayant intérêt à l'annulation. En vertu de l'article 1133 du Code civil, la cause est illicite « *quand elle est prohibée par la loi, quand elle est contraire aux bonnes mœurs ou à l'ordre public* ». Le projet d'article 1161, quant à lui, dispose que « *le contrat ne peut déroger à l'ordre public ni par son contenu, ni par son but* »[453]. La question se pose donc de savoir si la convention par laquelle une société accorde à son dirigeant un avantage financier est susceptible d'être annulée pour illicéité de la cause, ou bien du but. La Cour de cassation a déjà eu l'occasion d'annuler des conventions réglementées pour illicéité de la cause en considérant que les sanctions prévues par le droit spécial des sociétés à l'encontre des conventions réglementées n'excluent pas le droit commun, et notamment la nullité pour illicéité de la cause[454]. En matière de rémunération des

---

[449] N. DISSAUX, « Les clauses abusives, pour une extension du domaine de la lutte », *Dr. et patrimoine*, octobre 2014, p. 53.
[450] D. MAZEAUD, « Lésion », *Rép. civ*. mars 2012, n° 5 et s.
[451] C. civ. art. 1118.
[452] Projet d'ordonnance, *op. cit*., art. 1170 : « *Dans les contrats synallagmatiques, le défaut d'équivalence des obligations n'est pas une cause de nullité du contrat, à moins que la loi n'en dispose autrement* »
[453] Projet d'ordonnance, *op. cit*., art. 1161.
[454] Cass. com., 22 mai 2001, n° 98-15472, *Bull. Joly Sociétés* 2001, p. 988, note F.-X. LUCAS ; *RTD civ*. 2002, p. 90, obs. J. MESTRE et B. FAGES.

dirigeants, la loi interdit l'utilisation du crédit de la société à des fins de rémunération des dirigeants sociaux[455]. La société ne peut donc pas consentir à ses dirigeants des emprunts ou des découverts en compte courant ou autrement. Sont également interdits, les cautionnements et les avals donnés par la société en garantie des engagements de ses mandataires sociaux personnes physiques, de leurs conjoints, ascendants et descendants, ainsi que de toute personne interposée. Le législateur a aussi institué une restriction importante aux pouvoirs des dirigeants concernant, de manière générale, toutes les sûretés et garanties relatives à l'engagement d'un tiers[456]. Cette prohibition est justifiée par le fait que la cause de l'avantage ne se trouverait alors pas dans un quelconque service rendu ou travail effectué par le dirigeant, mais dans la simple utilisation de son pouvoir juridique qui lui permettrait d'influer sur la conclusion de conventions.

114. Même lorsqu'elle n'est pas prohibée expressément par la loi, la cause est illicite quand elle porte atteinte à l'ordre public ou aux bonnes mœurs[457]. La règle s'inscrit alors dans la continuité du principe général, posé dès l'article 6 du Code civil, concernant la nécessité pour tout acte juridique de ne pas déroger « *aux lois qui intéressent l'ordre public et les bonnes mœurs* ». Les notions juridiques d'ordre public et de bonnes mœurs figurent parmi celles qui sont les plus difficiles à définir. Généralement, elles désignent les règles qui régissent la vie en société édictées dans l'intérêt général et qui permettent un certain équilibre[458]. Ainsi, le contrôle de la licéité de la cause suppose un contrôle du comportement des parties afin de vérifier qu'elles n'ont pas violé une règle d'ordre public ou porté atteinte aux bonnes mœurs. Sous cet angle, la cause apparaît ainsi comme un instrument traditionnel et privilégié de moralisation des actes juridiques[459]. Si, dans un premier temps, il a été décidé que le motif illicite devait être connu de l'autre contractant pour pouvoir demander l'annulation, la Cour de cassation a ensuite abandonné cette condition et permis d'annuler le contrat même lorsque l'une des parties n'a pas eu connaissance du caractère illicite ou immoral de la cause[460]. Cette solution est consacrée par le projet d'article 1161[461].

---

[455] C. com. art. L. 225-43, al. 1.

[456] B. DONDERO, « Réflexions sur les mécanismes d'autorisation des sûretés et garanties consenties par les sociétés anonymes », *D.* 2004, p. 405 ; M. DAGOT et C. MOULY, « L'usage personnel du crédit et son abus », *Rev. sociétés* 1988, p. 1.

[457] C. civ. art. 1133 ; « *La cause est illicite quand elle est contraire à l'ordre public sans qu'il soit nécessaire qu'elle soit prohibée par la loi* », Cass. civ., 4 décembre 1929, *S.* 1931, I, p. 49, note P. ESMEIN.

[458] J. HAUSER, J.-J. LEMOULAND, « Ordre public et bonnes mœurs », *Rép. civ*. mars 2004, n° 1.

[459] *Id.*, n° 174.

[460] Cass. com., 7 octobre 1998, n° 96-14359, *JCP* 1998, II, 10202, note J. MALEVILLE : « *Un contrat peut être annulé pour cause illicite ou immorale même lorsque l'une des parties n'a pas eu connaissance du caractère illicite ou immoral du motif déterminant de la conclusion du contrat* ».

115. Il semblerait toutefois que l'illicéité de la cause ne puisse faire obstacle à l'octroi des rémunérations aux dirigeants car, à l'exception de l'interdiction mentionnée à l'article L. 225-43 du Code de commerce, la loi n'interdit aucune autre pratique de rémunération des dirigeants. De plus, la rémunération du dirigeant, qu'elle soit accordée au cours du mandat social ou à l'occasion de son départ, ne peut, sauf circonstances exceptionnelles, être considérée comme contraire à l'ordre public ou aux bonnes mœurs. Quand bien même une rémunération serait annulée pour illicéité de la cause, le dirigeant trouverait facilement un autre moyen de s'octroyer des rémunérations dont la cause serait licite.

Si la théorie de la cause ne fournit pas un fondement solide pour annuler la rémunération du dirigeant, la nullité peut en revanche être recherchée sur le terrain du droit des procédures collectives.

b) Nullité des actes réalisés pendant la période suspecte

116. Notamment en raison de la crise financière qui frappe l'économie mondiale depuis 2008, l'opinion publique a pu être heurtée par le comportement de certaines sociétés qui n'ont pas hésité, de manière paradoxale, à accorder à leurs dirigeants des rémunérations aux montants très élevés alors qu'elles affichent dans le même temps des pertes annuelles importantes, parfois susceptibles d'entraîner leur liquidation. Or le droit des procédures collectives connaît une règle cruciale permettant d'annuler certains actes accomplis durant la période dite suspecte, c'est-à-dire celle séparant la cessation réelle des paiements et le jugement d'ouverture des procédures[462]. Pendant cette période, le débiteur a encore le pouvoir sur son patrimoine. L'objectif de la nullité des actes passés durant cette période est de favoriser la reconstitution du patrimoine du débiteur et d'empêcher la réalisation d'un acte potentiellement préjudiciable à la société[463]. Cette perspective a été affirmée déjà dans la loi du 25 janvier 1985[464] et reprise largement par la loi Breton du 26 juillet 2005 qui a étendu le

---

[461] Projet d'ordonnance, *op. cit.*, art. 1161 : « *Le contrat ne peut déroger à l'ordre public ni par son contenu, ni par son but, que ce dernier ait été connu ou non par toutes les parties* ».
[462] Cass. com., 28 septembre 2004, n° 03-10332, *D.* 2005, p. 292, note P.-M. LE CORRE.
[463] G. WICKER, « La période suspecte après la loi de sauvegarde des entreprises», *Rev. Proc. Coll*, 2006, p. 12 et s.
[464] Loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, *JORF* du 26 janvier 1985, p. 1097.

champ des opérations annulables et a permis l'exercice de l'action en nullité par le ministère public[465].

117. Se pose alors la question de la possibilité d'annuler les rémunérations des dirigeants si elles sont versées après la date de cessation des paiements. L'article L. 632-1 du Code de commerce énumère les actes susceptibles d'entraîner une nullité. Certains actes doivent être impérativement annulés lorsqu'ils sont intervenus depuis la date de cessation des paiements, alors que d'autres sont laissés à l'appréciation souveraine du juge. Aux termes de de cette disposition, est nulle « *toute autorisation et levée d'options définies aux articles L. 225-177 et suivants du présent code* »[466]. Sont ainsi visées les options de souscription et d'achat d'actions qui peuvent être octroyées par les sociétés anonymes aux dirigeants ne possédant pas plus de 10 % du capital social[467]. Cette nullité de droit, ordonnée par la loi du 26 juillet 2005 et modifiée par l'ordonnance du 18 décembre 2008[468], est justifiée par le fait que la période suspecte n'est pas le moment propice pour organiser une spéculation ou un profit en capital sur les titres de la société en difficulté[469]. Elle vise également à empêcher les dirigeants de tirer avantage de leur connaissance précoce des difficultés de l'entreprise pour en obtenir des profits dans un moment où elle a absolument besoin de son actif[470]. Il est enfin à signaler que sont concernées par la nullité non seulement l'autorisation d'attribution de stock-options par l'assemblée générale, mais aussi leur levée, à savoir la décision de souscrire les titres promis. Le principe de nullité des actes effectués pendant la période suspecte apparaît ainsi comme susceptible de fonder juridiquement l'annulation des rémunérations excessives. Il reste cependant peu utilisé à ces fins. En effet, il ne concerne que les stock-options à l'exclusion d'actions gratuites. La pratique a donc réussi à contourner cet obstacle en privilégiant l'attribution gratuite d'actions, qui n'est pas mentionnée dans le texte et ne peut par conséquent être annulée.

118. De même, l'article L. 632-1 du Code de commerce permet d'annuler « *tout contrat commutatif dans lequel les obligations du débiteur excèdent notablement celles de*

---

[465] C. com. art. L. 632-1 à L. 632-4 ; J.-P. ARRIGHI, « Les nouveaux cas de nullités de la période suspecte », *Gaz. Pal*. 10 septembre 2005, n° 253, p. 9 ; E. MOUIAL-BASSILANA, « L'articulation de la période suspecte et des différentes procédures après la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005 », *D.* 2006, p. 1959.
[466] C. com. art. L. 623-1, I, 8°.
[467] C. com. art. L. 225-182, al. 2.
[468] Ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté, *JORF* du 19 décembre 2008, n° 0295, p. 19462. Cette ordonnance a supprimé les reventes des options à un tiers par le bénéficiaire qui ne veut pas les exercer lui-même.
[469] A. JACQUEMONT, *Droit des entreprises en difficulté*, 8e éd., Paris : LexisNexis, 2013, p. 367.
[470] O. KAHIL, *L'égalité entre les créanciers dans le cadre de la saisie attribution*, Thèse, Lille 2, 2011, p. 73.

l'autre partie »[471] s'il est intervenu depuis la date de cessation des paiements. Ainsi, toute convention octroyant une rémunération au dirigeant pendant la période suspecte pourrait être annulée dès lors qu'elle excèderait les obligations de ce dernier. Néanmoins, la plus grande partie de la rémunération du dirigeant est versée, ou au moins convenue, pendant la vie de la société, c'est-à-dire lorsque la société est encore *in bonis*, et non pas après la date de cessation de paiements[472]. L'on pourrait difficilement imaginer qu'un conseil d'administration d'une société anonyme soumettrait à l'approbation de l'assemblée générale une convention prévoyant l'octroi d'une rémunération importante au dirigeant alors que l'entreprise est en cessation de paiement. Par ailleurs, les sociétés qui octroient à leurs dirigeants des rémunérations élevées sont souvent de grandes entités avec des moyens financiers très importants. Si elles peuvent connaître de mauvais résultats, elles demeurent généralement à l'abri d'une éventuelle cessation des paiements ; dans de telles sociétés, la nullité des rémunérations versées en période suspecte ne serait que très peu probable[473].

119. En définitive, les règles du droit commun relatives à la formation du contrat sont déficientes pour annuler les rémunérations des dirigeants. Le recours à ces règles reste exceptionnel et il ne pourrait connaître qu'un faible succès. Il reste, pour l'intéressé, à envisager de recourir aux règles relatives à l'exécution du contrat pour mettre la rémunération excessive en cause.

B / Les règles relatives à l'exécution du contrat

120. Le recours aux règles relatives à l'exécution du contrat pour demander la résolution ou la résiliation de la convention prévoyant l'attribution d'une rémunération excessive ne semble pas possible **(a)**. Il convient alors de s'interroger sur la possibilité de demander la réduction de la rémunération lorsqu'elle devient excessive **(b)**.

---

[471] C. com. art. L. 623-1, I, 2°.

[472] Dans ce sens, la Cour de cassation affirme que « *les seuls actes annulables antérieurs à la date de cessation des paiements sont ceux faits à titre gratuit, c'est-à-dire ne comportant pas de contrepartie, et non les contrats commutatifs dans lesquels les obligations du débiteur excédent notablement celles de l'autre partie* » : Cass. com., 16 décembre 2014, n° 13-25765, *Bull. Joly Entreprises en Difficulté* 2015, § 111z7, p. 112, note S. BENILSI ; *EDED* 2015, n° 1, p. 4, note P. RUBELLIN.

[473] B. GARECHE, *La qualification de quelques avantages financiers accordés aux dirigeants de sociétés en droit français, thèse. préc.*, p. 390.

a) Une résiliation impossible

121. La nullité de la convention prévoyant l'octroi d'une rémunération à un dirigeant ne peut pas être envisagée sur le terrain des règles du droit commun relatives à l'exécution du contrat. En effet, les contrats sont en général régis par le principe de la force obligatoire du contrat. Celui-ci signifie que dès l'instant où le contrat a été régulièrement formé, il doit être exécuté tel que prévu initialement[474]. Cette règle résulte de l'article 1134 du Code civil qui qualifie le contrat de loi des parties dont ni les contractants ni les juges ne peuvent par principe supprimer ou modifier les clauses[475]. C'est seulement par une nouvelle convention que les parties peuvent décider, soit de la modification, soit de la révocation de l'accord original[476].

Le principe de la force obligatoire du contrat s'oppose également à la résiliation unilatérale du contrat sauf si elle est justifiée par la nature de ce dernier. Tel est le cas du contrat de mandat qui repose sur la confiance placée en la personne du mandataire. La perte de cette confiance permet au mandat de résilier librement le contrat[477]. Cependant, de telles circonstances s'analysent en droit des sociétés aux termes du régime de la révocation, décision unilatérale et souveraine du conseil d'administration, et non comme une résiliation d'un contrat de direction[478]. Il pourrait pourtant être soutenu que la rémunération attribuée alors que le dirigeant a mal exercé sa mission est une rémunération excessive. La convention l'octroyant devrait donc être résiliée car contraire à la bonne foi, exigence inhérente à l'exécution des obligations[479]. Néanmoins, une telle situation justifierait davantage l'engagement de la responsabilité du dirigeant[480] que la résiliation de la convention, celle-ci étant souvent conclue quelques jours avant le versement de la rémunération. Il n'y a donc pas de contrat à exécution successive.

122. Pourraient encore être évoquées les règles relatives à l'impossibilité d'exécution du contrat, telles que celles relatives à la force majeure. Selon la Cour de cassation, cette

---

[474] L. BOYER, « Contrats et conventions », *Rép. civ*. avril 2015, n° 233 ; J.-P. CHAZAL, « De la signification du mot loi dans l'article 1134 alinéa 1er du code civil », *RTD civ*. 2001, p. 265 ; P. ANCEL, « Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat », *RTD civ*. 1999, p. 771.
[475] C. civ. art. 1134, al. 1 : « *Les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites* ».
[476] C. civ. art. 1134, al. 2 : « *[les conventions] ne peuvent être révoquées que de leur consentement mutuel, ou pour les causes que la loi autorise* ».
[477] P. MALINVAUD, D. FENOUILLET, *Droit des obligations, op. cit.*, p. 324.
[478] V. *supra*, n° 76.
[479] C. civ. art.1134, al. 3.
[480] P. ANCEL, « Les sanctions du manquement à la bonne foi dans l'exécution du contrat » *in Mélanges D. TRICOT*, Paris : Dalloz-LexisNexis, 2011, p. 61.

dernière se définit comme l'événement présentant un caractère imprévisible lors de la conclusion du contrat et irrésistible dans son exécution[481]. Il s'agit alors de vérifier si la présence d'un cas de force majeure peut justifier le non versement par la société d'une rémunération excessive. Certes, lorsque l'une des parties est dans l'impossibilité définitive de fournir sa prestation, le contrat est résolu sans donner lieu à aucuns dommages et intérêts[482]. Toutefois, en matière de rémunération excessive, la force majeure ne concerne pas uniquement la rémunération du dirigeant, mais s'applique à tous les engagements de la société, et elle ne doit être envisagée que comme une cause d'exonération de responsabilité de la société qui serait incapable de servir la rémunération due au dirigeant[483] . Ainsi, ce n'est pas l'excès qui incite la société à s'abstenir d'octroyer la rémunération : c'est la présence d'un événement imprévisible et irrésistible pour la société au moment de l'exécution. Par ailleurs, en cas d'impossibilité temporaire, par exemple si la société, en raison de circonstances particulières, n'a momentanément pas les moyens de verser la rémunération promise, la jurisprudence considère que le débiteur n'est pas libéré, son obligation est seulement suspendue jusqu'au moment où l'impossibilité vient à cesser[484]. Cette solution est consacrée par le projet de réforme du droit des obligations[485]. Dans tous les cas, il convient de rappeler que ce raisonnement vaut uniquement dans le cadre d'un contrat synallagmatique, alors que l'attribution de la rémunération est par principe un acte unilatéral.

123. Si les règles relatives à l'exécution du contrat ne permettent pas de sanctionner les rémunérations excessives, demeure la question de la possibilité pour le juge de modifier ou de réduire le montant excessif des avantages octroyés aux dirigeants.

b) Une révision discutée

124. Lorsque l'événement imprévisible et irrésistible n'entraîne pas l'impossibilité d'exécuter l'obligation, mais rend simplement cette exécution beaucoup plus onéreuse pour le

---

[481] Ass. plén., 14 avril 2006, n° 04-18902, *D.* 2006, p. 1577, note P. JOURDAIN ; *D.* 2006, p. 1566, note D. NOGUÉRO ; *D.* 2006. p. 1929, note P. BRUN et P. JOURDAIN.

[482] C .civ. art.1148.

[483] P. TERNEYRE, « Responsabilité contractuelle », *Rép. civ*. avril 2012, n° 314 ; C. GRIMALDI, « La force majeure invoquée par le créancier dans l'impossibilité d'exercer son droit », *D.* 2009 p. 1298.

[484] Cass. 3e civ., 22 février 2006, n° 05-12032, *RTD civ*. 2006, p. 764, note J- MESTRE et B. FAGES ; *D.* 2006, p. 2972, note S. BEAUGENDRE ; *RJDA* 5/2006, n° 509, p. 460. L'affaire concernait l'effet temporairement exonératoire d'une tempête sur les obligations du bailleur.

[485] Projet d'ordonnance, *op. cit*., art. 1218, al. 2 : « *Si l'inexécution n'est pas irrémédiable, le contrat peut être suspendu* » ; Y.-M. LAITHIER, « Les règles relatives à l'inexécution des obligations contractuelles », *JCP* G 2015, supplément au n° 21, p. 47, spéc. p. 50.

débiteur, le juge aurait-il le pouvoir de réduire cette obligation même si elle est légalement convenue entre les parties ? Autrement dit, le principe de la force obligatoire qui s'impose aux parties peut-il s'imposer de la même manière au juge ? Cette question pourrait intéresser les rémunérations excessives des dirigeants constituant des conventions réglementées en ce qu'il est possible que la société rencontre des difficultés financières rendant le versement de la rémunération précédemment promise plus coûteuse. Dans une telle hypothèse, les actionnaires pourraient-ils simplement demander la réduction du montant de la rémunération ? La jurisprudence française est en principe hostile à la théorie de l'imprévision **(1)**. Cette position a néanmoins connu des tempéraments, avant que le projet de réforme du droit des contrats ne vienne consacrer cette théorie **(2)**.

1. Le rejet de la théorie de l'imprévision

125. Le changement des circonstances dans lesquelles la convention a été initialement établie, dont l'incidence devrait être prise en compte selon les défenseurs de la théorie de l'imprévision, soulève une question ancienne à laquelle la jurisprudence française ne donne généralement qu'une seule réponse[486]. Depuis le célèbre arrêt du *Canal de Craponne* rendu en 1876[487], la Cour de cassation refuse de reconnaître au juge le pouvoir de modifier les obligations créées par un contrat pour tenir compte de circonstances nouvelles. Cette position, fondée sur l'article 1134 du Code civil, a été confirmée à plusieurs reprises[488]. Le refus de l'application de la théorie de l'imprévision est également justifié par le principe de l'autonomie de la volonté et par la nécessité d'assurer la stabilité des relations contractuelles. Sur cette question, le droit français est en opposition avec de nombreuses législations étrangères qui acceptent la révision du contrat à la suite des circonstances bouleversant l'équilibre contractuel[489]. Le rejet de la révision pour imprévision est aussi

[486] D. MAZEAUD, « La révision du contrat », *LPA* 30 juin 2005, n° 129, p. 4.
[487] « *Dans aucun cas, il n'appartient aux tribunaux, quelque équitable que puisse leur paraître leur décision, de prendre en considération le temps er les circonstances pour modifier les conventions des parties et substituer des clauses nouvelles à celles qui ont été librement acceptées par les contractants* » Cass. civ., 6 mars 1876, *D.P.* 1876. p. 193, note A. GIBOULOT.
[488] Cass. com., 10 juillet 2007, n° 06-14.768, *D* 2007, p. 2844, note P.-Y. GAUTIER ; *RTD civ.* 2007, p. 773, note B. FAGES ; Cass. 3e civ., 18 mars 2009, n° 07-21260, *RTD civ*. 2009, p. 528, B. FAGES ; *D*. 2009, p. 950, obs. Y. ROUQUET ; Cass. com., 26 mars 2013, n° 12-14870, *RDC* 2013, n° 3, p. 888, note Y.-M. LAITHIER.
[489] B. FAUVARQUE-COSSON, « Le changement de circonstances », *RDC* 2004, n° 1, p. 67, spéc. n° 13 ; D. TALLON, « La révision du contrat pour imprévision au regard des enseignements récents du droit comparé », *in Mélanges A. SAYAG*, Paris : Litec, 1997, p. 403 et s.

contraire à la jurisprudence administrative qui se reconnaît le droit de réviser les contrats administratifs[490].

Bien que l'état des textes de droit positif autorise la réception de cette théorie, le respect de la loi des parties et l'impératif de sécurité juridique ont toujours primé sur le souci de rétablir l'équilibre contractuel détérioré par le changement imprévu des circonstances[491]. Cependant, l'exclusion de la révision pour imprévision a connu récemment des atténuations. Celles-ci ont été prises en compte par le projet de réforme du droit des obligations souhaitant consacrer cette théorie.

2. Vers une consécration du principe de non-révision

126. Dans certains cas précis, le législateur a permis la prise en compte de la survenance, en cours d'exécution d'un contrat, d'un déséquilibre issu d'un bouleversement des circonstances. Il en va ainsi, par exemple, de l'article L. 131-5 du Code de la propriété intellectuelle relatif à la cession des droits d'exploitation sur une œuvre de l'esprit[492], ou encore de l'article 900-2 du Code civil permettant la révision des donations et charges apposées à certaines libéralités[493]. Le nombre de ces cas reste néanmoins limité. Les parties peuvent aussi insérer dans le contrat des clauses de renégociation[494]. Également, le juge, même s'il ne peut pas réviser un contrat déséquilibré, dispose du pouvoir d'imposer aux parties une obligation de renégociation en cas de modification imprévue des circonstances

---

[490] CE, 30 mars 1916, *Gaz de Bordeaux*, *D*. 1916, III, p. 25, note M. HAURIOU ; M. LONG, P. WEIL et G. BRAIBANT, *Les grands arrêts de la jurisprudence administrative,* Paris : Dalloz 19e éd., 2013, p. 183.

[491] Divers fondements susceptibles d'être exploités par le juge pour contourner la carence législative en ce domaine ont été proposés : disparition de la cause lors de l'exécution du contrat, invocation de l'obligation de bonne foi prévue à l'article 1134, alinéa 3, du Code civil recours à un principe général d'équilibre contractuel et de proportionnalité. Sur ce point, v. A.-S. CHONÉ, note sous Cass. com., 29 juin 2010, n° 09-67369, *LPA* 24 décembre 2010, n° 256, p. 7, n° 8.

[492] « *En cas de cession du droit d'exploitation, lorsque l'auteur aura subi un préjudice de plus de sept douzièmes dû à une lésion ou à une prévision insuffisante des produits de l'œuvre, il pourra provoquer la révision des conditions de prix du contrat* ».

[493] « *Tout gratifié peut demander que soient révisées en justice les conditions et charges grevant les donations ou legs qu'il a reçus, lorsque, par suite d'un changement de circonstances, l'exécution en est devenue pour lui soit extrêmement difficile, soit sérieusement dommageable* ».

[494] La clause dite de *hardship* permet aux parties d'un contrat d'exiger qu'une nouvelle négociation s'ouvre lorsque la survenance d'un évènement de nature économique ou technologique, bouleverse gravement l'équilibre des prestations prévues au contrat ; É. SAVAUX, « L'introduction de la révision ou de la résiliation pour imprévision », *RDC* 2010, n° 3, p. 1057 ; V. également, L. CHEDLY, « La clause de hardship : un difficile équilibre entre le juste et l'utile », *RDAI*, janvier 2010, n° 1, p. 87.

économiques[495]. Mais en cas d'échec des négociations, le juge n'est pas autorisé à intervenir pour rééquilibrer le contrat.

En 2010, la Cour de cassation a cassé un arrêt ayant ordonné l'exécution d'un contrat sans avoir recherché si l'évolution des circonstances économiques n'avait pas eu pour effet de déséquilibrer l'économie générale du contrat[496]. Cependant, cet arrêt n'est pas considéré comme un arrêt de principe, la cassation étant intervenue pour manque de base légale au regard de l'absence de cause de l'obligation. En effet, si la Cour de cassation, dans cet arrêt non publié, a reproché aux juges du fond de ne pas avoir pris en considération l'évolution des circonstances, c'est parce que cette évolution était susceptible de priver « *de toute contrepartie réelle l'engagement souscrit* ». Dans un arrêt plus récent, la Cour de cassation a décidé que « *l'ouverture de la procédure de sauvegarde ne peut être refusée au débiteur au motif qu'il chercherait ainsi à échapper à ses obligations contractuelles, dès lors qu'il justifie, par ailleurs, de difficultés qu'il n'est pas en mesure de surmonter et qui sont de nature à le conduire à la cessation des paiements* »[497]. Cette solution a été considérée par certains auteurs comme une consécration en droit français de la possibilité de révision des contrats[498].

127. Ces décisions soulignent la tendance de la jurisprudence à ouvrir la voie à la possibilité de demander la révision des contrats en cas de changement des circonstances ayant pour effet de bouleverser l'équilibre contractuel, notamment sous l'influence des projets internationaux d'harmonisation du droit des contrats[499] et ceux de modernisation du droit français des contrats[500]. Dans ces derniers, une véritable procédure de renégociation est envisagée en cas de bouleversement imprévu des circonstances. Le projet de réforme du droit des obligations consacre finalement la théorie de l'imprévision et dispose que « *si un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque, celle-*

---

[495] Cass. com., 3 novembre 1992, n° 90-18547, *RTD civ*. 1993, p. 124, obs. J. MESTRE ; Cass. com., 24 novembre 1998, n° 96-18357, *RTD civ*. 1999, p. 98, obs. J. MESTRE ; Cass. 1re civ., 16 mars 2004, n° 01-15804, *RTD* civ 2004, p. 290, note J. MESTRE ; *D.* 2004, p. 1754, note D. MAZEAUD.

[496] Cass. com., 29 juin 2010, n° 09-67.369, *LPA* 24 décembre 2010, n° 256, p. 7, note A.-S. CHONÉ ; *RTD* civ. 2011, p. 87, note P. DEUMIER ; *D.* 2010, p. 2481, note D. MAZEAUD ; *RTD civ*. 2010, p. 782, note B. FAGES.

[497] Cass. com., 8 mars 2011, n° 10-13988, *RTD civ*. 2011, p. 351, note B. FAGES ; *D.* 2011, p. 919, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2011, p. 404, étude. B. GRELON ; *Bull. Joly. Sociétés* 2011, § 152, p. 281, note F.-X. LUCAS.

[498] F.-X. LUCAS, note sous Cass. com., 8 mars 2011, n° 10-13988, *Bull. Joly. Sociétés* 2011, § 152, p. 281.

[499] V. Les principes de droit européen des contrats, art. 6-111 ; Les principes Unidroit, art. 6-2-3.

[500] V. L'avant-projet de réforme du droit des obligations et de la prescription (avant-projet Catala), art. 1135-1 et 1135-2.

ci peut demander une renégociation du contrat à son cocontractant. Elle continue à exécuter ses obligations durant la renégociation »[501]. Le même article donne aux parties, en cas de refus ou d'échec de la renégociation, la possibilité de demander d'un commun accord au juge de procéder à l'adaptation du contrat. À défaut, une partie peut demander au juge d'y mettre fin, à la date et aux conditions qu'il fixe.

128. Quand bien même la théorie de l'imprévision serait-elle consacrée par la loi à l'avenir, des doutes subsisteraient quant à son efficacité en matière de rémunération excessive des dirigeants. En effet, la révision pour imprévision concerne essentiellement les contrats à exécution successive dans la mesure où un certain laps de temps est exigé entre la formation et l'exécution du contrat[502]. Or, certaines rémunérations ne sont négociées que quelques jours avant leur versement, il ne peut donc être constaté une durée suffisante pendant laquelle l'équilibre de la convention serait bouleversé en raison de changement des circonstances. Tel est le cas, par exemple, des parachutes dorés négociés juste avant le départ du dirigeant. Il en est de même pour la prime de bienvenue (*golden hello*) que la société accorde au dirigeant au moment de la prise de ses fonctions. En revanche, la théorie d'imprévision pourrait éventuellement trouver application en matière de détermination de conditions de performance auxquelles certains éléments de rémunération sont soumis[503].

129. Enfin, il convient de souligner que la révision pour imprévision se distingue de la lésion. Suivant une jurisprudence constante de la Cour de cassation, les juges du fond disposent du pouvoir de réduire les honoraires des mandataires et des prestataires de services lorsqu'ils sont lésionnaires. En effet, le mandat est un contrat à titre gratuit par sa nature, mais dans le cas d'une convention contraire, il appartient aux tribunaux de « *réduire le salaire convenu lorsqu'il est hors de proportion avec le service rendu* »[504]. Outre le fait que les dirigeants de sociétés ne sauraient être concernés par cette extension jurisprudentielle des cas légaux de lésion dans la mesure où ils n'ont pas la qualité de mandataire au sens du Code civil[505], il ne s'agit pas dans ce cas d'un changement de circonstances entraînant un

[501] Projet d'ordonnance, *op. cit.,* art. 1196.
[502] B. GARECHE, *La qualification de quelques avantages financiers accordés aux dirigeants de sociétés en droit français, thèse. préc.*, p. 401.
[503] V. *infra*, n° 307.
[504] Cass. civ., 29 janvier 1867, *D.P.* 1867, I, p.53 ; Cass. com., 2 mars 1993, n° 90-20289, *D.* 1994, p. 11, obs. J. KULLMANN.
[505] V. *supra.* n° 9.

bouleversement de l'équilibre contractuel. Pour que la lésion s'applique dans cette situation, il faut que le déséquilibre apparaisse à l'origine de la convention[506].

130. L'annulation n'est pas la seule sanction envisageable en cas de l'excès de la rémunération. Dans certains cas, le dirigeant bénéficiaire d'un avantage financier peut également voir sa responsabilité civile ou pénale engagée en raison de l'excès dans l'attribution de cet avantage.

SECTION -2- L'ENGAGEMENT DE LA RESPONSABILITÉ DU DIRIGEANT

131. Assumer la direction d'une société est synonyme de responsabilité. En effet, au titre de leurs agissements ou, parfois, de leur inaction, les dirigeants sociaux sont susceptibles d'encourir une responsabilité pénale, civile ou fiscale. L'engagement de la responsabilité du dirigeant peut être présenté comme un moyen d'atténuer les effets du dommage causé par le dirigeant, mais il s'agit également d'un moyen d'assurer l'exécution du mandat social en imposant au dirigeant de prendre un soin particulier dans la réalisation de la mission qui lui a été confiée[507].

Le bénéfice d'un avantage financier peut devenir une source de responsabilité du dirigeant si le montant de cet avantage est abusif. Ainsi, l'octroi de rémunérations dont la procédure d'attribution serait irrégulière ou dont le montant serait, par son excès, jugé contraire à l'intérêt social pourrait entraîner la mise en œuvre de la responsabilité civile du dirigeant **(§1)** ; dans les cas plus graves, ce dernier pourrait même être pénalement condamné, notamment pour abus de biens sociaux **(§2)**.

---

[506] Cass. 1re civ., 19 janvier 1970, n° 68-13859, *Bull. civ.*, I, n° 23, p. 19 ; Cass. 3e civ., 9 décembre 1975, n° 74-12859, *Bull. civ.*, III, n° 362, p. 275 ; A. BÉNABENT, *Droit des obligations*, *op. cit.*, p. 131.

[507] P. DIDIER, « Les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux », *Rev. sociétés* 2003, p. 238 ; V. également, S. CARVAL, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, Paris : L.G.D.J, 1995.

§ 1. LA RESPONSABILITÉ CIVILE DU DIRIGEANT

132. À l'instar de la nullité, la responsabilité civile du dirigeant bénéficiaire d'une rémunération excessive n'est prévue par le Code de commerce qu'en cas de convention réglementée désapprouvée par l'assemblée générale[508]. Dans les autres cas, les juges fondent leurs décisions sur des dispositions ou des principes dont l'objet ne réside pas essentiellement dans la condamnation de l'excès, mais qui permettent néanmoins de retenir la responsabilité de celui qui a commis cet excès **(A)**. Cette responsabilité peut constituer une sanction efficace face aux rémunérations abusives, mais il n'en demeure pas moins qu'elle connaît des limites importantes notamment en ce qui concerne la responsabilité du dirigeant vis-à-vis des tiers **(B)**.

A / Les fondements de la responsabilité civile du dirigeant

133. Mis à part le cas où l'attribution de la rémunération est constitutive d'un abus de majorité[509], le dirigeant, percevant une rémunération excessive, est susceptible de voir sa responsabilité civile engagée pour faute de gestion **(a)**. La question se pose également de la possibilité de condamner le dirigeant en cas de manquement au devoir de loyauté **(b)**.

a) Responsabilité civile du dirigeant pour faute de gestion

134. Le dirigeant a, en principe, pour obligation de gérer la société de façon compétente, diligente et conforme à l'intérêt social, à l'exclusion de tout intérêt personnel. La violation de cette obligation mettrait en jeu sa responsabilité civile pour faute de gestion. La faute de gestion est sanctionnée par l'article L. 225-251 du Code de commerce qui prévoit, en son premier alinéa, que « *les administrateurs et le directeur général sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion* ».

---

[508] C. com. art. L. 225-41. al. 2. Le cas d'une rémunération constituant une convention réglementée désapprouvée par l'assemblée générale sera traité ultérieurement. V. *infra*, n° 274.

[509] Dans les sociétés autres que les sociétés anonymes, l'abus de majorité peut entraîner l'annulation de la rémunération et l'engagement de la responsabilité civile du dirigeant fautif. V. *supra*, n°. 101.

Il n'existe ni une définition ni même une énumération des fautes que peuvent commettre les dirigeants dans leur gestion. La faute de gestion recouvre ainsi une multitude de comportements – une faute de négligence, violation de dispositions légales, aventurisme, etc. – qui ont pour point commun l'atteinte à l'intérêt social[510]. La faute de gestion peut intervenir au cours ou à la fin de la vie de la société. Dans le premier cas, il s'agit de protéger les associés ou les actionnaires, alors que dans le second, il s'agit d'indemniser les créanciers. De manière générale, il y a peu d'actions engagées au cours de la vie sociale, car les actionnaires préfèrent mettre un terme aux fonctions du dirigeant qui s'est avéré incompétent ou inapte à une fonction de direction[511].

135. Dans la majorité des cas, la faute de gestion est invoquée lorsque la société se heurte à des difficultés financières[512]. C'est notamment le cas en matière de rémunérations excessives. En effet, une bonne gestion de la société par le dirigeant exige de celui-ci qu'il adapte le montant de sa rémunération à la situation de la société. Le dirigeant qui obtient une augmentation de sa rémunération malgré la situation obérée de la société, ou celui qui ne modifie pas sa rémunération, alors que celle-ci devient excessive au regard des difficultés que rencontre désormais la société, commet une faute de gestion justifiant l'engagement de sa responsabilité civile[513]. Ainsi, le dirigeant peut être condamné au vu de son acte positif ou seulement en raison de sa passivité face à la dégradation de l'exploitation de la société, tout en précisant que l'intérêt personnel du dirigeant dans la poursuite de l'activité déficitaire n'est pas nécessaire à la démonstration de la faute de gestion[514].

La faute de gestion est parfois retenue dans le cadre de l'action en responsabilité pour insuffisance d'actif. En effet, lorsque le dirigeant, par sa faute de gestion consistant à l'obtention d'une rémunération excessive, contribue à l'insuffisance d'actif et donc à l'impossibilité de désintéresser les créanciers sociaux, le juge peut décider de lui faire

---

[510] S. HADJI-ARTINIAN, *La faute de gestion en droit des sociétés*, Paris : Litec, 2001.
[511] B. BOULOC, « La faute de gestion du dirigeant social », *in Mélanges P. SPITERI*, Toulouse : Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse, 2008, T.1, p. 315.
[512] S. SCHILLER, « Les fautes des dirigeants sociaux », *in Mélanges M. GERMAIN*, Paris : L.G.D.J, LexisNexis, 2015, p. 753, spéc. 755 ; B. BOUILLON, *La faute de gestion du dirigeant social*, Thèse : Lille 2, 1982, p. 212 et s.
[513] CA Rennes, 13 décembre 1995, *Dr. Sociétés* 1996, note Y. CHAPUT. L'affaire visait un dirigeant qui, selon la cour, non seulement avait initialement fixé sa rémunération de façon disproportionnée par rapport aux résultats prévisionnels, mais s'était également abstenu, par la suite, de modifier le montant de cette rémunération alors que les résultats étaient encore plus mauvais que ceux prévus.
[514] D. DEMEYERE, « Les fautes de gestion dans la responsabilité pour insuffisance d'actif des dirigeants sociaux » *Gaz. Pal.* 6 avril 2013, n° 96, p. 13.

supporter cette insuffisance d'actif[515]. Le juge dispose d'un grand pouvoir pour apprécier la portée de la condamnation qu'il prononce. Il peut en effet effectuer un choix entre les dirigeants assignés et faire supporter à ceux qu'il condamne tout ou partie de l'insuffisance d'actif, avec ou sans solidarité[516]. Il revient ensuite à chaque dirigeant d'apporter la preuve de son absence de faute[517]. Le juge utilise le critère de la situation financière de la société pour apprécier l'excès de la rémunération et caractériser, par conséquent, la faute de gestion[518]. Mais il convient de constater qu'en la matière, ce n'est pas l'excès en tant que tel qui fait l'objet de la sanction : c'est uniquement le comportement du dirigeant. Celui-ci doit adopter les mesures qu'impose l'apparition de récentes difficultés financières. Le montant de la rémunération au regard des moyens de la société ne représente ainsi qu'un élément de fait, dont le dirigeant n'a pas tenu compte ; un élément qui permet, en conséquence, de relever sa faute de gestion[519].

136. Si le dirigeant qui ne diminue pas sa rémunération alors que la société est en difficulté est condamné sur la base de la faute de gestion, la question se pose de savoir si, lorsque la société est *in bonis*, cette abstention pourrait engager sa responsabilité sur le fondement du manquement au devoir de loyauté.

b) Responsabilité civile du dirigeant pour manquement au devoir de loyauté

137. La mise en cause de plus en plus fréquente de la responsabilité civile des dirigeants et l'importance de plus en plus accordée à la morale en droit des sociétés incitent à s'interroger sur la possibilité pour le juge de condamner le dirigeant bénéficiant d'une rémunération excessive sur la base du manquement au devoir de loyauté **(2)**. Mais il convient de s'intéresser au préalable au fondement de ce devoir **(1)**.

---

[515] Cass. com., 19 mai 2015, n° 14-10348, *Gaz. Pal.* 28 juillet 2015, n° 209, p. 23, note B. DONDERO ; Cass. com., 11 juin 1996, n° 93-18308, inédit ; Cass. com., 11 juillet 1995, n° 93-14213, inédit ; Cass. com., 15 décembre 2009, n° 08-21906, *DA* 2009, note A. LIENHARD ; *Bull. Joly. Sociétés* 2010, n° 4, p. 364, note L. CAMENSULI-FEUILLARD.

[516] C. com. art. L. 651-2 ; J. GHESTIN, *Traité de droit civil : Les conditions de la responsabilité*, 4e éd., Paris : L.G.D.J, 2013, p. 1174.

[517] Cass. com., 30 mars 2010, n° 08-17841, *RTD com.* 2010, p. 377, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *JCP* E 2010, II. 1416, note A. COURET.

[518] Cass. com., 3 décembre 2013, n° 12-19881, *Gaz. Pal.* 6 mai 2014, n° 126, p. 18, note B. DONDERO.

[519] F. GARRON, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *art. préc.*, p. 809.

1. Le fondement du devoir de loyauté

138. La loyauté peut être définie en général comme le fait d'être sincère, franc et honnête. En langage courant, il s'agit de la « *fidélité à tenir ses engagements, à obéir aux règles de l'honneur et de la probité* »[520] . En droit des affaires, la loyauté implique aussi « *le respect du contradictoire, l'absence de conflit d'intérêts, la confidentialité et le secret professionnel sans lesquels on ne peut faire œuvre de justice* »[521]. La fonction de dirigeant social paraît inclure un devoir consubstantiel de loyauté à l'égard de la société, mais également à l'égard des associés. Cette obligation résultait implicitement de l'analyse de divers textes législatifs **(α)**, avant qu'elle ne soit explicitement consacrée par la jurisprudence **(β)**.

α) L'existence implicite du devoir de loyauté dans la loi

139. Il n'existe en droit français aucune disposition légale ou réglementaire qui impose explicitement un quelconque devoir de loyauté au dirigeant social. Pour autant, il ressort d'un certain nombre de dispositions figurant tant dans le Code civil que dans le Code de commerce un devoir implicite de loyauté à la charge des dirigeants de sociétés[522].

Il convient, tout d'abord, de se référer à l'exigence prévue par l'article 1134 du Code civil concernant l'exécution des conventions de bonne foi. Cette règle impose aux dirigeants et aux associés, qui sont parties au pacte social, d'agir dans l'intérêt de la société en écartant tout intérêt personnel et d'accomplir pleinement l'obligation contractée avec tout ce qui est nécessaire pour lui donner son réel effet[523]. La bonne foi est synonyme de loyauté. Le terme « loyauté » est même, pour certains auteurs, plus adapté et plus précis que celui de « bonne foi » dès lors qu'il s'agit d'une relation nouée entre les parties après la formation du contrat[524]. Le devoir de loyauté des dirigeants ne serait ainsi plus que la manifestation en droit des sociétés de l'obligation de bonne foi[525]. Ensuite, le devoir de loyauté du dirigeant se

---

[520] J. REY-DEBOVE, A. REY, *Le Petit Robert : dictionnaire alphabétique et analogique de la langue française*, Paris : Le Robert, 2013.
[521] B. FEUGÉRE, « Le devoir de loyauté en droit des affaires », *Gaz. Pal*. 5 décembre 2000, n° 340, p. 2110.
[522] J.-J. CAUSSAIN, « Le devoir de loyauté des dirigeants sociaux en droit français », *Gaz. Pal*. 5 décembre 2000, n° 340, p. 2152.
[523] A. BÉNABENT, «Rapport français », *in La bonne foi*, Travaux de l'association Henri Capitant, Journées nationales, Paris : Litec, 1994, p. 292.
[524] Y. PICOD, *Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat*, Paris : L.G.D.J, 1989, p. 11.
[525] B. DAILLE-DUCLOS, « Le devoir de loyauté du dirigeant », *JCP* E 1998, n° 39, p. 1486.

trouve dans le contrat de mandat. En effet, le mandat porte naturellement, en droit commun, une obligation de loyauté du mandataire envers son mandant. Le dirigeant étant un mandataire social, il doit agir pour le compte et dans l'intérêt de son mandant et s'interdire d'exercer ses pouvoirs dans son intérêt personnel[526]. L'article 1833 du Code civil, exigeant d'une société qu'elle ait un objet licite et qu'elle soit constituée dans l'intérêt commun des associés, a également pour effet d'interdire aux dirigeants de satisfaire leur intérêt personnel en méconnaissance de cet intérêt commun. Il constitue donc un fondement tout à fait adapté pour sanctionner tout acte déloyal[527]. Enfin, le Code de commerce contient diverses dispositions dont le fondement peut se trouver dans la notion de loyauté même si ce terme n'est pas explicitement utilisé. Par exemple, l'interdiction légale de certains types de conventions entre la société et ses dirigeants reflète le souci du législateur d'éviter tout comportement déloyal[528]. De même, la procédure des conventions réglementées n'est qu'une preuve supplémentaire des efforts légaux en matière de prévention de la déloyauté tant dans les SARL que dans les SA[529]. Le devoir de loyauté est généralement présent dans toutes les dispositions qui sanctionnent l'atteinte à l'intérêt social.

140. La reconnaissance implicite par la loi n'a pas empêché la Cour de cassation d'intervenir pour affirmer le principe de loyauté puisque les règles légales existantes n'étaient pas suffisantes pour sanctionner tous les comportements déloyaux.

β) La reconnaissance explicite du devoir de loyauté par la jurisprudence

141. Le caractère épars des textes fondés sur le devoir de loyauté et les questions soulevées par le gouvernement d'entreprise ont incité la Cour de cassation à consacrer ce principe de manière explicite[530]. Deux décisions importantes rendues par la Chambre commerciale de la Cour de cassation ont affirmé et précisé l'obligation de loyauté qui pèse

---

[526] H. LE NABASQUE, « Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés », *RTD com.* 1999, p. 273.
[527] M. LATHELIZE-BONNEMAIZON, « Bilan et perspective du devoir de loyauté en droit des sociétés », *LPA* 23 juin 2000, n° 125, p. 7.
[528] L'article L.225-43, alinéa 1er du Code de commerce dispose qu'il est interdit aux dirigeants de contracter « *sous quelque forme que ce soit, des emprunts auprès de la société, de se faire consentir par elle un découvert, en compte courant ou autrement, ainsi que de faire cautionner ou avaliser par elle leurs engagements envers les tiers* ».
[529] M. LATHELIZE-BONNEMAIZON, « Bilan et perspective du devoir de loyauté en droit des sociétés », *art. préc.*, p. 8.
[530] J.-J. CAUSSAIN, « Le devoir de loyauté des dirigeants sociaux en droit français », *art. préc.*, p. 2153.

sur les dirigeants. Dans un premier arrêt Vilgrain[531], désormais très célèbre, rendu le 27 février 1996, la Haute cour a énoncé le principe du devoir de loyauté des dirigeants à l'égard des associés. Saisie d'une action qui tendait à mettre en œuvre la responsabilité du dirigeant d'une société anonyme pour réticence dolosive, la Cour de cassation a estimé que ce dirigeant était tenu de dévoiler à l'actionnaire minoritaire, qui demandait son entremise pour vendre des actions, les négociations entreprises avec un acheteur pour l'acquisition d'actions de la société à un prix plus élevé. La Chambre commerciale a relevé que le dirigeant, en s'abstenant d'informer le cédant des négociations qu'il avait engagées pour la vente des mêmes actions au prix plus important, « *a manqué au devoir de loyauté qui s'impose au dirigeant d'une société à l'égard de tout associé, en particulier lorsqu'il en est intermédiaire pour le reclassement de sa participation* ». En l'espèce, la Cour de cassation ne s'est pas contentée de se placer sur le terrain classique de la réticence dolosive qui semblait caractérisée, mais elle a consacré le devoir de loyauté du dirigeant envers ses associés en attribuant à ce devoir une portée générale et impersonnelle[532].

Deux ans plus tard, la Cour de cassation a complété le contenu de la notion de devoir de loyauté par l'arrêt Kopcio[533], en énonçant l'obligation de loyauté à l'égard de la société. En l'espèce, le directeur général d'une société anonyme, après avoir démissionné de ses fonctions, avait créé une entreprise concurrente de celle qu'il dirigeait auparavant et embauché plusieurs collaborateurs de l'ancienne société qui, eux aussi, avaient démissionné. L'ancienne société a assigné le dirigeant tout à la fois pour violation de la clause de non-concurrence et pour concurrence déloyale, mais elle a été déboutée par la cour d'appel qui a rejeté sa demande de dommages-intérêts. La Cour de cassation a cassé cette dernière décision en se basant essentiellement sur l'absence de vérification par les juges du fond des conditions dans lesquelles certains salariés avaient été déliés de la clause de non-concurrence, mais elle a décidé également que la seule constatation de la violation du devoir de loyauté vis-à-vis de la société suffit pour caractériser la faute du dirigeant.

---

[531] Cass. com., 27 février 1996, nº 94-11241, *RTD civ*. 1997, p. 114, note J. MESTRE ; *JCP* G 1996, II, 22665, note J. GHESTIN ; *JCP* E 1996, II, 838, note D. SCHMIDT et S. DION ; *Bull. Joly. Sociétés* 1996, § 164, p. 485, note A. COURET ; *LPA* 17 février 1997, n° 21, p. 7, note R. MARTIN ; *Defrénois*, 30 octobre 1996, n° 20, p. 1205, note Y. DAGORNE-LABBE ; *RJDA* 6/1996, n° 794, p. 565.
[532] J. GHESTIN, note sous Cass. com., 27 février 1996, nº 94-11241, *préc*.
[533] Cass. com., 24 février 1998, n° 96-12638, *Bull. Joly. Sociétés* 1998, § 267, p. 813, note B. PETIT ; *Rev. sociétés* 1998, p. 546, note M.-L. COQUELET ; *D. aff.* 1998, p. 850, nº 117; *JCP* G 1999, II, 10003, note M. KEITA.

142. Plusieurs arrêts sont venus par la suite préciser et enrichir le contenu du devoir de loyauté à l'égard tant des associés que de la société[534]. Par ces arrêts, la Cour de cassation a confirmé que la portée de ce principe est générale et transposable à tout type de société. Il est donc opportun de s'interroger sur la possibilité de l'appliquer en matière de responsabilité civile du dirigeant bénéficiaire d'un avantage excessif.

2. L'application du devoir de loyauté en matière de rémunération excessive des dirigeants

143. « *La crainte d'avoir à payer des dommages et intérêts peut contribuer à rendre les conduites plus prudentes, plus diligentes, plus morales peut-être* »[535].

L'utilisation du droit de la responsabilité civile permet à la jurisprudence d'imposer une obligation de faire ou de ne pas faire aux dirigeants sociaux[536]. La question qui se pose est de savoir si ce droit peut être utilisé, à travers l'obligation de loyauté, pour sanctionner le dirigeant qui perçoit un avantage excessif. En d'autres termes, la loyauté imposerait-elle au dirigeant de renoncer à sa rémunération ou de s'abstenir de la toucher si elle est très élevée sous peine d'engager sa responsabilité civile ? En effet, la loyauté ne se réduit pas à un état psychologique qui se définit négativement comme une « *non-connaissance* », mais il s'agit également d'une règle de conduite qui exige un comportement, positif ou négatif, exempt de toute intention malveillante[537]. De plus, le devoir de loyauté se justifie par la confiance que les actionnaires ont placée dans le dirigeant. Celui-ci leur doit, en retour, une loyauté particulière et doit donc faire primer l'intérêt social sur son intérêt personnel[538]. Par conséquent, lorsqu'une rémunération devient excessive, le dirigeant devrait la modifier ou s'abstenir de la recevoir volontairement. Le contraire constituerait un manquement au devoir de loyauté et mériterait au moins le versement de dommages-intérêts. Or en pratique, il n'est recensé que très peu de cas dans lesquels un dirigeant a renoncé à sa rémunération en raison

[534] Cass. com., 12 février 2002, n° 00-11602, *JCP* G 2002, nº 38, I, 151, note J.-J. CAUSSAIN et A. VIANDIER ; Cass. com., 12 mai 2004, n° 03-8566, *JCP* G 2004, n° 41, II, 10153, note G. DAMY ; Cass. com., 12 juin 2012, n° 11-14724, inédit ; Cass. com., 12 mars 2013, n° 12-11970, Inédit.
[535] J. CARBONNIER, *Droit civil*, vol. 2, Paris : PUF, 2004, p. 2253.
[536] G. DAMY, note sous Cass. com., 12 mai 2004, n° 00-15618, *JCP* G 2004, n° 41, II, 10153, p. 1754.
[537] P. JOURDAIN, « Rapport français », *in La bonne foi*, *op. cit.*, p. 121.
[538] H. LE NABASQUE, « Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés », *art. préc.*, p. 274.

de la situation économique de la société[539]. Quand bien même le dirigeant renoncerait-il en partie à son émolument, cette renonciation partielle serait souvent dérisoire au regard de la totalité du montant attribué[540].

La jurisprudence ne retient la responsabilité civile du dirigeant que lorsque la perception de la rémunération contribue à l'insuffisance d'actif de la société. En droit des sociétés, le devoir de loyauté entraîne à la charge du dirigeant une obligation d'information vis-à-vis des associés. Cette obligation s'étend aux opérations passées par le dirigeant pour son compte personnel[541]. Le devoir de loyauté du dirigeant envers la société lui interdit également de créer une société concurrente ou de négocier, en qualité de dirigeant d'une autre société, un marché dans le même domaine d'activité[542]. Mais le juge ne peut pas, au nom de la loyauté, imposer au dirigeant de renoncer à son émolument lorsque son montant est simplement élevé alors que l'excès n'est pas caractérisé selon les critères retenus par la jurisprudence, faute d'un préjudice causé à la société.

144. Cependant, la consécration du devoir de loyauté à la charge des dirigeants semble nettement rencontrer les préoccupations des principes de la gouvernance d'entreprise ce qui permet d'imposer de nouvelles obligations recommandées par ces principes[543]. Il s'agit notamment de l'obligation de révéler le conflit d'intérêts[544]. Cette obligation est imposée ponctuellement en droit dur[545] et peut être étendue à toute situation conflictuelle ou potentiellement conflictuelle. Elle est donc susceptible d'intéresser la question de la rémunération des dirigeants puisque l'excès en la matière résulte essentiellement du conflit existant entre les intérêts des différentes catégories de personnes intéressées par la vie de

---

539 L. GIRARD, « Maurice Lévy, renonce à son salaire », *Le Monde*, 30 novembre 2011, disponible sur http://www.lemonde.fr/economie/article/2011/11/30/maurice-levy-a-partir-de-janvier-2012-je-n-aurai-plus-de-remuneration-fixe_1611163_3234.html.

540 J. DE LA BROSSE, « Renault: Carlos Ghosn se moque-t-il du monde? », *L'expansion*, 14 février 2013, disponible http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/renault-carlos-ghosn-se-moque-t-il-du-monde_372583.html.

541 Cass. com., 18 décembre 2012, n° 11-24305, *Dr. Sociétés* 2013, comm. 48, note M. ROUSSILLE ; *D.* 2013, p. 288, note T. FAVARIO ; *EDCO*, 1er mars 2013, n° 3, p. 2, note M. CAFFIN-MOI ; *Gaz. Pal.* 6 avril 2013, n° 96, p. 21, note K. GRÉVAIN-LEMERCIER.

542 Cass. com., 15 novembre 2011, n° 10-15049, *Dr. Sociétés* 2012, comm. 24, note M. ROUSSILLE ; *Gaz. Pal.* 11 février 2012, p. 19, note B. SAINTOURENS ; *JCP* E 2011, 1893, note A. COURET et B. DONDERO ; *D.* 2012, p. 134, obs. A. LIENHARD ; *Bull. Joly. Sociétés* 2012, p. 112, § 116, note H. LE NABASQUE ; V. également, M. CORRADI, « Les opportunités d'affaires saisies par les administrateurs de la société en violation du devoir de loyauté », *Bull. Joly. Sociétés* 2011, n° 2, § 54, p. 157.

543 I. TCHOTOURIAN, « La sanction des conflits d'intérêts à travers la déloyauté : approche française et nord-américaine du devoir de loyauté des dirigeants », *Bull. Joly. Sociétés* 2008, n° 2, § 77, p. 599.

544 K. GRÉVAIN-LEMERCIER, « Le devoir de loyauté des dirigeants sociaux : le retour », *Gaz. Pal.* 11 février 2012, n° 42, p. 7, spéc. n° 18.

545 C. com. art. L. 225-38, al. 1er : s'agissant des conventions conclues avec la société ; C. com. art. R. 224-2, 4 : s'agissant des apports en nature ; C. com., art. L. 225-101 et R. 225-103 : pour les biens appartenant à un actionnaire acquis par la société ; C. com. art. L. 225-106-1 : pour les votes par procuration.

l'entreprise. Ainsi, une obligation de révéler le conflit d'intérêts exigera du dirigeant de signaler tout conflit réel ou potentiel lors de son entrée en fonction. Elle peut aussi porter sur l'existence d'un intérêt dans une convention pour laquelle l'obligation n'est pas imposée. Par ailleurs, les juges pourraient éventuellement puiser une source d'inspiration dans les principes de la gouvernance d'entreprise pour se prononcer sur la loyauté du comportement du dirigeant[546].

145. À l'obligation de révéler le conflit d'intérêts, l'obligation de ne pas voter en cas de conflit d'intérêts apparaît comme complémentaire[547]. Cette obligation pourrait être étendue aux dirigeants intéressés directement ou indirectement à l'opération. Il en est ainsi du dirigeant qui participe au vote fixant sa rémunération[548]. Le devoir de loyauté peut ainsi constituer indirectement le fondement d'une sanction des rémunérations excessives et ouvrir la voie à une action en responsabilité à l'encontre du bénéficiaire. Tout comme le fait remarquer un auteur, la responsabilité civile, au-delà de sa fonction naturelle d'indemnisation du préjudice, joue un rôle particulier consistant « *à définir les bons et les mauvais comportements, ces derniers étant ceux que le juge qualifiera de fautes et qui engageront la responsabilité du dirigeant* »[549].

146. Bien qu'il soit possible en théorie, l'engagement de la responsabilité civile des dirigeants n'est pas facile en pratique et connaît certaines limites.

B / Les limites de la responsabilité civile du dirigeant

147. En théorie, le droit de la responsabilité civile devrait permettre de sanctionner le dirigeant qui s'octroie une rémunération excessive. La pratique est moins évidente.

---

[546] M. BERLINGIN, G. DE PIERPONT, P. STROOBANT, « Les règles de « bonne gouvernance » dans le droit des sociétés et le droit économique », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT et *ali.* (dir.), *Les sources du droit revisitées : normativités concurrentes*, vol. 3, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 211, spéc. p. 223. Les auteurs estiment que la responsabilité du dirigeant devrait être engagée en cas de méconnaissance des règles de gouvernance d'entreprise, car le dirigeant « *normalement prudent et diligent* » est celui qui respecte ces règles ; B. OPPETIT, « Les principes généraux en droit international privé », *Arch. phil droit* 1987, t. 32, p. 179 ; V. également, Cass. 1re civ., 19 décembre 2000, n° 99-12.403, *D.* 2001, p. 3082, obs. J. PENNEAU ; Cass. 1re civ., 18 mars 1997, n° 95-12576, *RTD civ.* 1999, p. 117, note P. JOURDAIN : « *La méconnaissance des dispositions du Code de déontologie médicale peut être invoquée par une partie à l'appui d'une action en dommages-intérêts* »

[547] K. GRÉVAIN-LEMERCIER, Le devoir de loyauté des dirigeants sociaux en droit des sociétés, Aix en Provence : PUAM, 2013, p. 265 ; T. FAVARIO, « Les conflits d'intérêts en droit français des sociétés », *in Les conflits d'intérêts*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XVII, Paris : Dalloz, 2013, p. 140, spéc. 145.

[548] V. B. DONDERO, note sous Cass. com., 4 octobre. 2011, n° 10-23398, *Bull. Joly Sociétés*, 2011, § 510, p. 968.

[549] B. DONDERO, « La responsabilité civile, boussole des dirigeants ? », *Gaz. Pal.* 6 avril 2013, n° 96, p. 3.

D'une part, l'exigence d'une faute séparable des fonctions pour retenir la responsabilité du dirigeant vis-à-vis des tiers rend difficile l'engagement de cette responsabilité **(a)**. D'autre part, les dirigeants ont tendance à se protéger moyennant la souscription d'une assurance contre la mise en jeu de leur responsabilité **(b)**.

a) Le difficile engagement de la responsabilité civile du dirigeant envers les tiers

148. La victime d'un préjudice découlant d'une rémunération excessive perçue par un dirigeant social peut agir en responsabilité civile contre ce dirigeant pour obtenir réparation de son préjudice et ce, peu importe que la victime soit un actionnaire de la société ou un tiers. Cependant, les conditions imposées par la jurisprudence pour retenir la responsabilité civile des dirigeants notamment vis-à-vis des tiers permettent de maintenir les dirigeants de sociétés dans une ambiance de quasi-irresponsabilité. Dans un premier temps, la jurisprudence admettait la responsabilité personnelle des dirigeants vis-à-vis des tiers dès qu'une faute quelconque était imputable au dirigeant[550]. Progressivement, la Cour de cassation a opéré un revirement de sa position en exigeant que la faute du dirigeant soit séparable, ou détachable, des fonctions de celui-ci pour établir sa responsabilité à l'égard des tiers[551]. Ainsi, la seule constatation d'un fait délictuel ou quasi délictuel imputable à une société n'implique pas nécessairement une faute personnelle du dirigeant social[552]. Ce principe, issu du droit administratif[553], est souvent justifié par l'existence de la personnalité morale de la structure sociétaire qui conduit la société à s'interposer entre les tiers et les dirigeants et à mettre ces derniers à l'abri d'actions en responsabilité abusives[554]. La victime doit donc en principe se retourner contre la société pour obtenir réparation du préjudice qu'elle a subi, la responsabilité

---

[550] G. AUZERO, « L'application de la notion de faute personnelle détachable des fonctions en droit privé », *D. aff.* 1998, p. 502; V.WESTER-OUISSE,« Critique d'une notion imprécise : la faute du dirigeant de société séparable de ses fonctions », *D. aff.* 1999, p. 782.

[551] Cass. com., 8 mars 1982, n° 79-10412, *Rev. sociétés* 1982, p. 573, note Y. GUYON ; Cass. com., 22 janvier 1991, n° 89-11650, *RJDA* 2/1992, p. 114, n° 152 ; Cass. com., 27 janvier 1998, 93-11437, *Bull. Joly Sociétés* 1998, § 173, p. 535, note P. LE CANNU ; *D.* 1998, p. 392, obs. J.-C. HALLOUIN ; Cass. com., 12 janvier 1999, n° 96-19570, inédit.

[552] Cass. com., 4 juin 1991, *Rev. sociétés* 1992, p. 55, note Y. CHARTIER.

[553] Le critère de la faute détachable est déjà connu par le droit administratif qui retient la responsabilité de l'agent pour sa faute personnelle détachable de ses fonctions et non pour sa simple faute de service. Sur l'origine de ce principe, E. NICOLAS, « La notion de faute séparable des fonctions des dirigeants sociaux à la lumière de la jurisprudence récente », *Rev. sociétés* 2013, p. 535. V. également, B. DONDERO, « L'immunité des dirigeants d'entreprise », *in* O. DESHAYES (dir.), *Les immunités de responsabilité civile*, Paris : PUF, 2010, p. 37.

[554] J. ABRAS, « L'exigence d'une faute séparable des fonctions entendue restrictivement : présent offert aux dirigeants ou nécessité ? », *JCP* E 2008, n° 27, p. 1912. *A contrario*, l'exigence d'une faute séparable ne s'applique pas, par exemple, au gérant d'une société en participation, celle-ci n'ayant pas de personnalité morale. V. Cass. com., 4 février 2014, n° 13-13386, *RDC* 2014, n° 3, p. 372, note G. VINEY ; *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112, p. 435, note B. DONDERO ; *LPA* 26 mars 2014, n° 61, p. 10, note J.-F. BARBIÈRI.

personnelle du dirigeant n'étant qu'exceptionnelle et subordonnée à la démonstration d'une faute détachable des fonctions.

149. L'imprécision de la notion de faute séparable a permis à la Haute juridiction de l'interpréter de manière assez large et, par conséquent, d'exonérer largement les dirigeants, et ce, parfois même en cas de faute grave de gestion[555]. De cette position, certains auteurs ont conclu que la responsabilité civile des dirigeants envers les tiers est introuvable[556] alors que d'autres ont pu qualifier le principe de la faute détachable d'« *immoral* »[557]. Par un arrêt en date du 20 mai 2003, la Cour de cassation a modifié sa position en définissant la faute séparable du dirigeant. Celle-ci est ainsi retenue « *lorsque le dirigeant commet intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales* »[558]. Cette jurisprudence a été considérée comme un signe d'une exigence accrue à l'égard des dirigeants[559]. Il n'en reste pas moins que les conditions qu'elle impose ne sont pas faciles à caractériser. En effet, la victime qui subit un préjudice résultant d'une attribution excessive de rémunération doit prouver, tout d'abord, que le dirigeant a commis une faute intentionnelle, ce qui exclut toute faute commise par imprudence ou par négligence. Ensuite, la faute doit être d'une particulière gravité, ce qui équivaut à une faute lourde. La faute lourde s'apprécie au regard de la gravité de ses conséquences[560], ce qui ne donne la possibilité de condamner la rémunération que lorsqu'elle conduit à mettre la société

---

[555] Cass. com., 20 octobre 1998, n° 96-15418, *D.* 1999, p. 639, note M.-H. LAENDER ; *Rev. sociétés* 1999, p. 111, note B. SAINTOURENS ; *RTD com.* 1999, p. 142, obs. B. PETIT ; Cass. com., 28 avril 1998, n° 96-10253 ; *Bull. Joly. Sociétés* 1998, § 263, p. 808, note P. LE CANNU ; *RTD civ*. 1999.p. 99, obs. J. MESTRE.

[556] M. LAUGIER, « L'introuvable responsabilité du dirigeant social envers les tiers pour fautes de gestion ? », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 261, p. 1231; F. DESCORPS DECLÈRE, « Pour une réhabilitation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux », *RTD com.* 2003, p. 25. V. également, M. GERMAIN, J. HOEVERMANN, « Questions actuelles sur la responsabilité des dirigeants de société en Allemagne et en France », *Dr. Sociétés* 2006, n° 6, étude 12, p. 13 : « *La réglementation française issue de la loi de 1966 semblait parfaite au lendemain de cette grande loi de réforme […]. Elle permettait de façon claire la mise en œuvre de la responsabilité civile des dirigeants à l'égard des actionnaires ou à l'égard des tiers. Pourtant avec le temps le vieux vaisseau de la responsabilité grince de toutes parts. Faut-il le rénover de fond en comble, remplacer une pièce, ajouter un mécanisme nouveau ? Les débats français sont faciles à schématiser : un certain nombre d'articles ou de notes sur la responsabilité à l'égard des tiers dénoncent l'évolution de la jurisprudence, qui, par le jeu de la faute séparable, paraît mettre le dirigeant à l'abri de la responsabilité* ».

[557] P. LE CANNU, note sous Cass. com., 28 avril 1998, n° 96-10253, *Bull. Joly. Sociétés* 1998, § 263, p. 808. *Contra*, S. SCHILLER, « Les fates des dirigeants sociaux », *art. préc*., p. 753 et s.

[558] Cass. com., 20 mai 2003, n° 99-17092, *Bull. Joly. Sociétés* 2003, p. 786, § 167, note H. LE NABASQUE *; Rev. sociétés* 2003, p. 479, note J.-F. BARBIÈRI ; *D.* 2003, p. 1502, obs. A. LIENHARD ; *D.* 2003, p. 2623, note B. DONDERO *; RTD com.* 2003, p. 523, obs. J.-P. CHAZAL et Y. REINHARD ; *RTD civ*. 2003, p. 509, obs. P. JOURDAIN.

[559] M. COZIAN, A. VIANDIER , F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 178.

[560] La faute lourde est susceptible de deux sens. Dans un sens étroit, la faute lourde est « *une négligence d'une extrême gravité, confinant au dol et dénotant l'inaptitude de son auteur à accomplir la mission dont il était chargé* » : Cass. mixt., 22 avril 2005, n° 03-14112, *Bull. mixt*., 2005, n° 4, p. 10 ; *RDC* 2005, p. 673, obs. D. MAZEAUD. Dans un sens plus large, la faute lourde est caractérisée au regard de la gravité des conséquences issues de la violation délibérée d'une obligation essentielle. B. DONDERO, note sous : Cass. com., 20 mai 2003, n° 99-17092, *D.* 2003, p. 2623.

en difficulté. Une rémunération, même importante en valeur absolue, ne peut permettre d'engager la responsabilité civile du dirigeant tant que la société est encore capable de payer. Enfin, le critère relatif à l'incompatibilité avec l'exercice des fonctions sociales n'est pas très précis et est susceptible de plusieurs interprétations[561]. En général, il vise le cas où le dirigeant agit dans son intérêt personnel en méconnaissance de l'intérêt social. Or, il a précédemment été souligné que l'intérêt personnel du dirigeant n'est pas nécessaire à la démonstration de la faute de gestion et que celle-ci peut résulter de la simple passivité du dirigeant, sans être forcément intentionnelle[562]. La jurisprudence a connu, depuis l'arrêt de 2003, une certaine évolution concernant l'interprétation de la faute séparable, mais la démonstration de cette faute reste toujours requise pour engager la responsabilité du dirigeant, ce qui réduit les chances de succès d'une telle action intentée par un tiers[563].

150. Il n'en demeure pas moins que l'exigence d'une faute séparable des fonctions ne constitue qu'une limite marginale à la responsabilité du dirigeant puisqu'elle ne concerne que la responsabilité envers les tiers. Or, il ne peut être nié que l'hypothèse d'un tiers victime d'une rémunération excessive n'existe que rarement en pratique. Il est vrai qu'un tiers, notamment le créancier, peut subir un préjudice lorsque le versement de la rémunération conduit à placer la société dans une situation de cessation de paiements. Néanmoins, en cas d'action en responsabilité pour insuffisance d'actif engagée contre le dirigeant dans le cadre d'une procédure collective ouverte à l'encontre de la société, la démonstration d'une faute séparable n'est pas exigée. Le tiers n'a à démontrer cette faute qu'en cas d'action individuelle pour réparer un préjudice personnel distinct de celui de la société[564]. Une telle situation reste exceptionnelle en matière de rémunération des dirigeants.

151. Par ailleurs, le préjudice résultant de l'attribution d'une rémunération excessive est le plus souvent subi par les actionnaires. Ceux-ci peuvent engager la responsabilité du

---

[561] S. WDOWIAK, « La faute détachable des fonctions, condition de l'action en responsabilité du tiers contre le dirigeant : entre certitudes et hésitations », *Gaz. Pal.* 6 avril 2013, n° 96, p. 8, spéc. n° 10.
[562] V. *supra*, n° 135.
[563] E. NICOLAS, « La notion de faute séparable des fonctions des dirigeants sociaux à la lumière de la jurisprudence récente », *art. préc.*, p. 535 ; Cass. com., 10 février 2009, n° 07-20445, *D.* 2009. p. 559, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2009. p. 328, note J.-F. BARBIÈRI ; *RTD civ.* 2009, p. 537, obs. P. JOURDAIN ; *JCP* E 2009, 1602, note B. DONDERO ; Cass. com., 18 mai 2010, n° 09-66172, inédit ; Cass. com., 29 mars 2011, n° 10-11027, *Rev. sociétés* 2011, p. 416, note I. RIASSETTO ; Cass. com., 9 décembre 2014, n° 13-26298, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113, p. 134, note P. DUPICHOT ; Cass. com., 27 mai 2014, n° 12-28657, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112d4, p. 467, note E. MOUIAL-BASSILANA ; Cass. com., 31 mars 2015, n° 14-14575, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113t0, p. 363, note S. MESSAÏ-BAHRI ; Cass. com., 3 juin 2015, n° 14-14144, inédit ; Cass. com., 12 mai 2015, n° 14-13104, inédit.
[564] Cass. com., 7 mars 2006, n° 04-16536, *JCP* E 2006, 2035, n° 2, note J.-J. CAUSSAIN, F. DEBOISSY et G. WICKER.

dirigeant sans que la preuve d'une faute séparable soit nécessaire[565]. Il en est de même pour les actions en responsabilité civile liée à une infraction pénale[566]. Dans toutes ces situations, le recours à l'assurance semble une bonne solution pour le dirigeant.

b) L'assurance de la responsabilité civile du dirigeant

152. Face à l'augmentation du risque de commettre des fautes entraînant l'engagement de leur responsabilité personnelle, les dirigeants cherchent à se protéger par des assurances couvrant cette responsabilité **(1)**. La question de la possibilité d'une prise en charge directe par la société des conséquences de la responsabilité de ses dirigeants peut également se poser **(2)**.

1. Une assurance négociée pour le compte du dirigeant

153. Après avoir énoncé que la crainte de voir sa responsabilité civile engagée permet de rendre les conduites plus prudentes et plus morales, le doyen Carbonnier a nuancé cette affirmation en indiquant que « *le développement de l'assurance enlève aujourd'hui [à cette crainte] une bonne part de son mordant* »[567]. En effet, l'accroissement du nombre des mises en cause de la responsabilité personnelle des dirigeants sociaux a été parallèlement accompagné du développement en France d'un mécanisme d'assurance de responsabilité déjà éprouvé et développé aux États-Unis[568]. Il s'agit de l'assurance de responsabilité des dirigeants dite « RCMS »[569] qui n'est qu'un type particulier d'assurance de responsabilité professionnelle négociée et conclue par la société elle-même[570]. Le but de cette assurance est

---

[565] Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547, *Bull. civ.*, IV, n° 48, *Bull. Joly. Sociétés* 2010, § 109, p. 537, note D. SCHMIDT ; *JCP* E 2010, 1483, note S. SCHILLER ; *Rev. sociétés* 2010, p. 230, note H. LE NABASQUE ; *LPA* 19 novembre 2010, n° 231, p. 9, note A.-M. ROMANI ; *RTDF* 2010, n° 2, p. 60, comm. N. SPITZ ; *D.* 2010, p. 761, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2010, p. 407, note N. Rontchevsky ; *RTD com.* 2010, p. 374, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 6, comm. 109, p. 17, note M-L. COQUELET ; *RTD civ.* 2010, p. 575, note P. JOURDAIN.

[566] Cass. crim., 14 octobre 1991, n° 90-80621, *Rev. sociétés* 1992, p. 782, note B. BOULOC : pour une action en responsabilité civile exercée devant le tribunal répressif ; Cass. 1re civ., 14 décembre 1999, n° 97-15756, *Bull. Joly. Sociétés* 2000, p. 736, § 175, note A. COURET : pour une demande de réparation du préjudice résultant pour un tiers d'une infraction commise par le dirigeant et pour laquelle il a été condamné pénalement.

[567] J. CARBONNIER, *Droit civil, op. cit.*, p. 2253.

[568] C. FREYRIA, « L'assurance de responsabilité civile du management », *D.* 1995, p. 120.

[569] Pour Responsabilité Civile des Mandataires Sociaux.

[570] G. VINEY, J. GHESTIN, *Traité de droit civil : Introduction à la responsabilité*, 3e éd., Paris : L.G.D.J, 2008, n° 63, p. 141 : « *Il importe en effet au plus haut point que l'assurance soit effectivement financée par ceux qui créent le risque ou profitent des activités qui en sont la source* ».

de garantir les dirigeants sociaux des conséquences pécuniaires de réclamations formulées à leur encontre, mettant en cause leur responsabilité civile personnelle au titre d'une faute commise dans l'exercice de leurs fonctions. Cette assurance de responsabilité des dirigeants présente la particularité de ne pas empêcher la mise en jeu de leur responsabilité, mais seulement de permettre au dirigeant de se soustraire aux conséquences qui en résultent.

Il reste cependant que toutes les fautes des dirigeants ne sont pas assurables. Sont ainsi exclues de la garantie les conséquences pécuniaires des condamnations pénales prononcées contre l'assuré lui-même[571]. Cette exclusion s'applique également aux sanctions de nature extra-pénale, principalement les amendes fiscales, les amendes douanières, ainsi que les sanctions pécuniaires prononcées par les autorités administratives[572]. L'interdiction de l'assurance dans ces cas se rattache aux règles générales du droit pénal, notamment au principe de la personnalité des peines. Elle a aussi pour but d'empêcher l'affaiblissement de la répression étatique des comportements illicites[573]. De même, les conséquences des fautes commises de façon intentionnelle ou dolosive sont exclues de l'assurance de responsabilité. Aux termes de l'article L. 113-1 du Code des assurances, l'assureur « *ne répond pas des pertes et dommages provenant d'une faute intentionnelle ou dolosive de l'assuré* ». Par conséquent, la responsabilité du dirigeant envers les tiers ne serait pas, selon certains, assurable puisque la mise en œuvre de cette responsabilité suppose l'existence d'une faute séparable des fonctions, à savoir une faute intentionnelle[574].

154. La multiplicité des risques exclus de l'assurance de responsabilité des dirigeants a incité certains auteurs à s'interroger sur son utilité[575]. En réalité, en dépit du nombre important d'exclusions, l'assurance de responsabilité des dirigeants se montre pleinement utile. Tout d'abord, la faute intentionnelle ou dolosive exclue de la garantie de l'assureur reçoit une

---

[571] Rép. min. n° 2988 : *JOAN Q* 24 novembre 1997, p. 4215 ; Rép. min. n° 51680 : *JOAN Q* 24 février 1992, p. 933.

[572] N. BICHERON, « L'assurabilité des sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF », *Lamy Assurances* 2010, n° 169, p. 1 ; Cass. 2e civ., 14 juin 2012, n° 11-17367, *Gaz. Pal*. 29 juin 2013, n° 180, p. 25, note B. DONDERO ; CA Paris, 14 février 2012, *Rj com.* janvier 2013, n° 6, p. 42. Cependant, selon certains auteurs, les amendes infligées au dirigeant par les autorités administratives doivent être assurables. En effet, si la Cour de cassation a rejeté le pourvoi d'une société sollicitant la garantie de l'assureur pour les sanctions prononcées par l'AMF, elle ne s'est pas fondée, contrairement à la cour d'appel, sur la contrariété de cette assurance à l'ordre public, ce qui permettrait de considérer que les sanctions administratives peuvent être assurables : A. COHEN-JONATHAN, K. HAER, « L'assurance de responsabilité civile des mandataires sociaux de l'entreprise », *Rev. sociétés* 2015, p. 487, spéc. n° 32 ; J. KULLMANN, « Amendes pénales et amendes administratives infligées au dirigeant : pour une assurance raisonnée », *JCP* E 2009, n° 10, 1226, p. 39.

[573] A. CONSTANTIN, « De quelques aspects de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux », *RJDA* 2003, p. 595.

[574] P.-G. MARLY, « La faute dans l'assurance de responsabilité des dirigeants », *JCP* E 2006, n° 12, 1490, p. 568.

[575] A. CONSTANTIN, « L'utilité de l'assurance des dirigeants sociaux au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation », *Bull. Joly. Sociétés* 2010, § 161, p. 762.

application restrictive afin de sauvegarder les droits des victimes[576]. En effet, cette exclusion ne vise que la faute de l'assuré alors que la faute commise par une personne dont l'assuré est civilement responsable est assurable[577]. Il résulte également de l'évolution de la jurisprudence que la faute lourde est assurable, en tant qu'elle n'est pas assimilable, par définition, à la faute intentionnelle[578]. Ensuite, une distinction doit être opérée entre les assurances qui ont directement pour objet de compenser les conséquences répressives d'une condamnation pénale et celles qui garantissent la responsabilité civile liée à une infraction pénale. En principe, les risques de responsabilité civile sont assurables même s'ils sont issus d'infractions pénales[579]. Enfin, malgré l'exigence d'une faute séparable des fonctions, la responsabilité du dirigeant vis-à-vis des tiers pourrait être couverte par l'assurance[580]. En effet, la jurisprudence de la Cour de cassation montre que la notion de faute intentionnelle n'est pas la même selon que l'on applique les règles du droit des sociétés ou celles du droit des assurances. Après avoir rendu plusieurs arrêts retenant une définition large de la faute intentionnelle et écartant par là même la possibilité d'assurance[581], la Cour de cassation a adopté une conception étroite de cette faute conduisant à relativiser sa position. Ainsi, pour que la garantie de l'assureur soit exclue, il appartient à ce dernier de démontrer que l'assuré a « *voulu le dommage tel qu'il est survenu* »[582]. Il en découle que l'intention requise pour caractériser la faute détachable du dirigeant est moins stricte que celle exigée en droit des assurances[583]. Cela permettrait d'assurer les conséquences des fautes commises vis-à-vis des tiers, même si ce courant jurisprudentiel est encore incertain[584]. Par ailleurs, la responsabilité du dirigeant envers les associés ou envers la société est parfaitement assurable puisqu'une telle exigence n'existe pas. Il en résulte que les conséquences qui découlent de l'action exercée par un actionnaire pour obtenir réparation d'un préjudice personnel ainsi que celles

---

576 N. HADJ-CHAIB CANDEILLE, *Risque et assurance de responsabilité civile*, 6e éd., Paris : L'ARGUS, 2012, p. 165.

577 Code des assurances. art. L. 121-2 : « L'assureur est garant des pertes et dommages causés par des personnes dont l'assuré est civilement responsable en vertu de l'article 1384 du code civil, quelles que soient la nature et la gravité des fautes de ces personnes ».

578 F. CHAUMET, *Les assurances de responsabilité de l'entreprise*, 5e éd., Paris : L'ARGUS, 2011, p. 124 ; Cass. com., 7 avril 1987, n° 85-15910, *D.* 1988, p. 156, note C. BERR.

579 *Id.*, p. 770.

580 A. COHEN-JONATHAN, K. HAER, *art. préc.*, n° 16.

581 Cass. 2e civ., 1 juin 2011, n° 10-18143, *Bull. Joly. Sociétés* 2011, § 477, p. 860, note A. CONSTANTIN ; Cass. 2e civ., 14 juin 2012, n° 11-17367, *préc* ; Cass. 2e civ., 12 septembre 2013, n° 12-24650, *Resp. civ. et assur.* 2013, n° 11, comm. 360, p. 7, note D. BAKOUCHE ; Cass. 1re civ., 10 avril 1996, n° 93-14571, *Bull. civ.*, 1996, I, n° 172, p. 120 ; Cass. 1re civ., 28 avril 1993, n° 90-16363, inédit.

582 Cass. 2e civ., 12 juin 2014 n° 13-15836, *RGDA* 2014, n° 10, p. 496, note J. KULLMANN ; Cass. 2e civ., 16 janvier 2014, n° 12-27484, *RGDA* 2014, n° 3, p. 147, note L. MAYAUX.

583 J. BIGOT, A. PÉLISSIER, L. MAYAUX, « Faute intentionnelle, faute dolosive, faute volontaire : le passé, le présent et l'avenir », *RGDA* 2015, n° 2, p. 75.

584 A. COHEN-JONATHAN, K. HAER, *art. préc.*, n° 23.

issues d'une action sociale exercée dans l'intérêt de la société peuvent être couvertes par l'assurance de responsabilité des dirigeants sociaux[585]. Dans tous ces cas, le dirigeant condamné pour avoir perçu une rémunération excessive peut donc voir sa responsabilité civile couverte par l'assurance de dirigeants. Il apparaît ainsi que, dans bien des situations, l'importance de l'assurance de responsabilité des dirigeants est incontestable. Le recours à cette assurance constitue une vraie limite à la responsabilité des dirigeants car, en protégeant le dirigeant des conséquences de ses fautes, elle diminuerait sensiblement l'impact dissuasif de la condamnation civile[586].

155. Par ailleurs, le coût de l'assurance souscrite par la société ne peut être négligé : elle constitue en effet une charge supplémentaire pour celle-ci et ce, sans que le contrat d'assurance ne soit soumis à la procédure des conventions réglementées. Celui-ci n'est en réalité pas passé au profit d'un dirigeant personnellement mais au profit de la fonction de dirigeant elle-même[587]. En outre, les dirigeants ont la possibilité, en dehors de l'assurance « RCMS », de s'assurer personnellement comme tous les professionnels exerçant une activité pour leur compte personnel. Même si les dirigeants n'agissent pas pour leur propre compte, mais pour celui de la société, ils évoluent malgré tout en toute indépendance et à titre professionnel. Cela entraîne souvent une augmentation de la rémunération du dirigeant lui permettant de se couvrir personnellement contre les risques qu'il encourt[588]. À partir de ce constat, doit se poser la question de la possibilité d'envisager un autre mécanisme pour protéger les dirigeants des conséquences de leur éventuelle responsabilité.

2. Une prise en charge directe par la société de l'indemnisation

156. L'importance du contrat d'assurance souscrit par la société pour couvrir la responsabilité des dirigeants ne peut cacher le fait que cette assurance est onéreuse et qu'elle

[585] Le préjudice de la société peut être direct, comme lorsque le dirigeant commet une faute de gestion qui contribue à l'insuffisance d'actif. Mais la société peut également subir un préjudice indirect, notamment lorsqu'elle se trouve obligée de réparer le dommage causé à un tiers par la faute de son dirigeant, non détachable des fonctions de ce dernier. Dans les deux cas, la société peut voir son préjudice indemnisé par l'assurance de responsabilité du dirigeant social. v. A. CONSTANTIN, « L'utilité de l'assurance des dirigeants sociaux au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation », *art. préc*., p. 766.
[586] S. CARVAL, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, *op. cit.*, p. 4.
[587] M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Traité de droit des affaires : Les sociétés commerciales*, *op. cit*., p. 571.
[588] S. MESSAI-BAHRI, *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, Paris : IRJS Éditions, 2009, p. 348.

constitue une charge supplémentaire pour la société[589]. Pour l'administration fiscale, il s'agit d'un avantage en nature, à savoir un complément de rémunération imposable au nom de la société[590]. En outre, les assureurs peuvent exclure certains risques de la garantie ou bien plafonner cette garantie[591]. Pour ces raisons, les sociétés ont développé un mécanisme différent pour protéger les dirigeants des conséquences de leur éventuelle responsabilité. Ce mécanisme consiste en la prise en charge, directement par la société, des sanctions financières, condamnations judiciaires à des dommages-intérêts, et frais de justice y afférents pouvant éventuellement peser sur les mandataires sociaux[592].

À l'instar de l'assurance « RCMS », la pratique de la prise en charge financière par la société de la responsabilité de ses dirigeants est née et s'est développée aux États-Unis sous le nom d'« *indemnification clause* » lorsque l'engagement est prévu dans les statuts et d'« *indemnity letter* » quand il s'agit d'un contrat[593]. La réception en Europe de cette pratique a été différente. Alors que certains pays ont interdit aux sociétés de garantir elles-mêmes la responsabilité de leurs dirigeants[594], d'autres l'ont autorisé sous certaines conditions restrictives[595]. En France, aucune disposition n'existe quant à la validité de ce mécanisme. Certaines structures ont essayé de mettre en place un système équivalent au système américain, comme en témoigne l'engagement pris par l'UIMM envers son ancien dirigeant[596]. Toutefois, en l'absence de dispositions spécifiques et de décisions judiciaires, l'analyse du mécanisme de la garantie accordée directement par la société conduit à jeter un doute sur sa

---

[589] Certains auteurs ne manquent pas de constater un accroissement du montant des primes d'assurance : A. COURET, « Rapport de synthèse du colloque Entreprise et responsabilité civile », *Dr et patrimoine*, septembre 2003, p. 102.

[590] H. DE FEYDEAU, « Les aspects fiscaux de la couverture des risques : responsabilité civile professionnelle des dirigeants de sociétés de capitaux », *Dr. fisc*. 1993, n° 8, comm. 100009, p. 380.

[591] Peut également être cité la franchise que le contrat d'assurance de responsabilité peut prévoir et qui peut atteindre une fois et demie le montant de la rémunération annuelle fixe du dirigeant.

[592] J. EL AHDAB, « La prise en charge financière par la société de la responsabilité de ses dirigeants : vers un modèle américain », *Rev. sociétés* 2008, p. 239.

[593] Le droit américain et notamment celui de l'État du Delaware consacre expressément la pratique de la prise en charge financière par la société de la responsabilité de ses dirigeants. *Delaware Law*, § 145. Code disponible sur http://delcode.delaware.gov/.

[594] Le droit anglais prohibe la garantie par la société elle-même de la responsabilité des dirigeants mais autorise expressément la souscription de polices d'assurance à cet effet. *Companies Act*. art. 233 et s. Code disponible sur http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents.

[595] Le droit allemand autorise l'indemnisation *a posteriori* du dirigeant sous certaines conditions : (i) Une période de 3 ans doit s'être écoulée à compter de la survenance du fait reproché au dirigeant (ii) L'assemblée générale des actionnaires doit consentir à cette renonciation (iii) Il ne doit pas exister de bloc de minorité représentant plus de 10% du capital qui se soit opposé à cette résolution de l'assemblée générale. *Aktiengesetz* (la loi allemande sur les sociétés par actions), sections 93 (4) (3) et 116.

[596] L'ancien président de l'UIMM s'est vu garantir par cette dernière la prise en charge financière de toutes ses éventuelles condamnations pénales et fiscales liées à la procédure judiciaire en cours. E. VINCENT, « M. Gautier-Sauvagnac a négocié une indemnité de 1,5 million d'euros », *Le Monde*, 1er mars 2008, disponible sur http://www.lemonde.fr/societe/article/2008/02/29/m-gautier-sauvagnac-a-negocie-une-indemnite-de-1-5-million-d-euros_1017281_3224.html.

licéité. En effet, l'engagement par une société de prendre en charge à l'avance les sommes dues par son dirigeant peut être analysé comme une caution interdite au sens de l'article L. 225-43 du Code de commerce[597].

157. Par ailleurs, le champ d'application de ce mécanisme est très limité. D'un côté, dans l'hypothèse où la responsabilité du dirigeant est engagée à l'égard de la société ou d'un actionnaire, la garantie par la société des conséquences pécuniaires résultant de cette responsabilité apparaîtrait paradoxale puisque cet engagement causerait préjudice à la société et à ses actionnaires alors que ceux-ci sont censés, en principe, bénéficier de la condamnation du dirigeant. C'est notamment le cas en matière de rémunération des dirigeants. D'un autre côté, la responsabilité du dirigeant envers les tiers est difficilement engagée en raison de l'exigence d'une faute séparable des fonctions[598], et si la faute est non séparable, c'est alors la société qui est seule responsable, à l'exclusion du dirigeant. Il semble que, en l'état actuel de la jurisprudence, la prise en charge financière par la société de la responsabilité des dirigeants ne présente d'intérêt véritable que pour couvrir les frais de justice. En revanche, ce mécanisme peut se révéler d'une grande utilité et peut, par conséquent, constituer une limite à la responsabilité des dirigeants dans des pays où la responsabilité du dirigeant peut être engagée cumulativement à celle de la société et sans que la démonstration d'une faute détachable des fonctions soit nécessaire[599]. Dans tous les cas, cette technique ne saurait constituer un obstacle à l'engagement de la responsabilité du dirigeant qui a perçu une rémunération excessive, l'hypothèse d'un tiers victime dans de telle situation étant très rare en pratique[600].

158. Sans doute, l'engagement de la responsabilité civile des dirigeants est l'un des moyens envisageables pour sanctionner le versement des rémunérations excessives aux dirigeants sociaux. Il n'en demeure pas moins que la protection des dirigeants, qui augmente parallèlement à la responsabilité civile accrue des dirigeants, peut diminuer sensiblement l'impact dissuasif de cette responsabilité et rendre la recherche d'une sanction plus sévère obligatoire.

---

[597] J. EL AHDAB, « La prise en charge financière par la société de la responsabilité de ses dirigeants : vers un modèle américain », *art. préc.*, n° 53.
[598] V. *supra*, n° 148.
[599] J. CALBIAC, *Les avantages sociaux des dirigeants d'entreprise, op. cit.*, p. 93.
[600] V. *supra*, n° 150.

§ 2. LA RESPONSABILITÉ PÉNALE DU DIRIGEANT

159. La crainte d'avoir à verser des dommages et intérêts n'est pas toujours suffisante pour obliger les personnes à respecter les règles posées par la loi. Dans certaines situations, le recours au droit de la responsabilité pénale apparaît indispensable, la sanction pénale étant incontestablement plus dissuasive et plus contraignante que la sanction civile. L'évolution du droit des affaires a conduit à sa pénalisation croissante. Les hypothèses dans lesquelles la responsabilité pénale des dirigeants est engagée se sont multipliées[601] et ce, malgré le mouvement de dépénalisation qui est apparu récemment[602].

Cependant, il n'existe aucun texte, ni en droit pénal commun, ni en droit pénal des affaires, qui prévoit la sanction pénale de la rémunération excessive des dirigeants sociaux. L'incrimination de l'excès en la matière est donc laissée à l'appréciation de la jurisprudence. Celle-ci, afin de sanctionner le dirigeant bénéficiaire d'une rémunération excessive, s'appuie principalement sur le délit d'abus de biens sociaux **(A)** et, de manière moins fréquente, sur le délit d'abus de pouvoirs **(B)**. Mais lorsque les faits sont réalisés dans une société en état de cessation des paiements, c'est au délit de banqueroute par détournement d'actif qu'il faut faire appel **(C)**. L'examen de la jurisprudence montre que la sollicitation de ces infractions de nature différente, est susceptible de créer une certaine confusion dans l'approche de l'excès.

A / L'abus de biens sociaux

160. Les limites du délit d'abus de confiance dans le domaine du droit des sociétés et le contexte économique et politique des années trente ont conduit le législateur à instaurer des textes spécifiques pour assurer la répression des agissements des dirigeants contraires à l'intérêt social[603]. Le délit d'abus de biens sociaux a donc été créé pour répondre à cette finalité. Aux termes de l'article L. 242-6, alinéa 3, du Code de commerce, sont punis d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 375 000 euros les dirigeants qui font, de mauvaise foi, des biens ou du crédit de la société « *un usage qu'ils savent contraire à l'intérêt*

---

[601] J.-P. ANTONA, P. COLIN, F. LENGLART, *La responsabilité pénale des cadres et des dirigeants dans le monde des affaires*, Paris : Dalloz, 1996, p. 37 ; V. COURCELLE-LABROUSSE, A. BEAUQUIER, F. CAUDILLIÈRE, A. VERCKEN, *La responsabilité pénale des dirigeants*, Paris : First, 1996, p. 34 et s.
[602] H. MATSOPOULOU, « Les propositions sur la dépénalisation de la vie des affaires », *Rev. sociétés* 2008, p. 1.
[603] J. LASSERRE CAPDEVILLE, *Abus de biens sociaux et banqueroute : pratique des affaires*, Paris : Joly, 2010, p. 9 et s ; A. MÉDINA, *Abus de biens sociaux : Prévention - Détection - Poursuite*, Paris : Dalloz, 2001, p. 1 et s.

de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement ».

L'abus de biens sociaux est la qualification la plus adéquate à une rémunération excessive d'un dirigeant social puisqu'il s'agit d'un dépouillement du patrimoine de la société. Pour que cette qualification soit retenue, l'élément matériel **(a)** ainsi que l'élément moral **(b)** de l'infraction doivent être constatés.

a) L'élément matériel : une rémunération octroyée contrairement à l'intérêt social

161. L'élément matériel du délit d'abus de biens sociaux consiste généralement en un usage contraire à l'intérêt social. Le terme « *usage* » auquel se réfère le Code de commerce n'est pas précisé par la loi, mais la jurisprudence est venue lui donner une application relativement large. Il englobe ainsi tout acte portant atteinte au patrimoine social qu'il soit un acte d'appropriation ou d'administration[604]. Il en est ainsi, par exemple, pour le fait par le dirigeant de détourner des sommes devant revenir à la société en s'octroyant des rémunérations abusives ou des avantages en nature[605]. De même, l'usage peut résulter d'une action ainsi que d'une simple omission d'agir par le dirigeant[606]. À l'évidence, le simple usage ne suffit pas pour caractériser l'abus de biens sociaux, encore faut-il qu'il soit contraire à l'intérêt social. De manière générale, est contraire à l'intérêt social tout acte qui appauvrit le patrimoine social ou l'expose à un risque d'appauvrissement[607]. Selon une formule classique de la Cour de cassation, le délit est constitué lorsque l'actif social a couru « *un risque auquel il ne devait pas être exposé* »[608]. L'appréciation de l'acte contraire à l'intérêt social dépend naturellement de celle de l'intérêt social[609]. Ainsi, l'acte que le délit d'abus de biens sociaux

---

[604] P. CONTE, W. JEANDIDIER, *Droit pénal des sociétés commerciales*, Paris : Litec, 2004, p. 124.
[605] Cass. crim., 25 novembre 1975, n° 74-93426, *JCP* G 1976, II, 18476, note M. DELMAS-MARTY.
[606] La jurisprudence semble hésitant sur la question de l'extension de l'abus de biens sociaux aux abstentions et ne l'accepte pas sans limite. Cass. crim., 15 mars 1972, n° 71-91378, *Rev. sociétés* 1973, p. 357, note B. BOULOC. ; Cass. crim., 28 janvier 2004, n° 02-88094, *Rev. sociétés* 2004, p. 722, note B. BOULOC ; Cass. crim., 22 septembre 2010, n° 09-87363, *Dr. Sociétés* 2011, comm. 237, obs. R. SALOMON. V. également, D. REBUT, « L'abus de biens sociaux par abstention », *D.* 2005, p. 1290 ; D. CHILSTEIN, « L'abus de biens sociaux », *LPA* 18 juin 2008, n° 122, p. 25.
[607] N. RONTCHEVSKY, « L'utilisation de la notion d'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier », *Bull. Joly. Sociétés* 2010, § 47, p. 355.
[608] Cass. crim., 16 décembre 1975, n° 75-91045, *JCP* G 1976, II, 18476, note M. DELMAS-MARTY.
[609] G. MATHIEU, « L'acte contraire à l'intérêt social en matière d'abus de biens sociaux, *Gaz. Pal.* 2 juillet 2002, n° 183, p. 7.

tend à incriminer est, pour certains, l'acte contraire à l'intérêt de l'entreprise[610], alors que pour d'autres, c'est l'acte contraire à l'intérêt des associés[611].

162. Quoi qu'il en soit du contenu de la notion de l'intérêt social, et sans revenir à la polémique relative à la définition de cette notion[612], il est intéressant d'examiner la jurisprudence déterminant les cas dans lesquels l'attribution de la rémunération peut être contraire à l'intérêt social et, par conséquent, constitutive d'un abus de biens sociaux. En la matière, la jurisprudence apprécie l'acte contraire à l'intérêt social au regard des critères traditionnels relatifs à la situation économique de la société et au travail fourni par le dirigeant. Ainsi, sont condamnés sur le fondement d'abus de biens sociaux, les dirigeants qui perçoivent une rémunération disproportionnée, soit par rapport aux services qu'ils rendent à la société[613], soit par rapport à la situation financière de celle-ci[614]. Les deux critères sont souvent retenus cumulativement. Pour la Chambre criminelle de la Cour de cassation, il revient au juge du fond d'apprécier le caractère excessif de la rémunération « *eu égard tant à la situation financière et économique [de la société] qu'à l'activité réelle que [le dirigeant] lui a consacrée* »[615]. Cependant, la Haute juridiction se contente parfois de l'existence d'un seul critère pour retenir l'abus de biens sociaux, comme en témoigne l'arrêt du 29 septembre 1999 ayant confirmé la condamnation du dirigeant social en se fondant uniquement sur le caractère excessif par rapport à la situation financière de la société[616].

Les juridictions du fond se montrent parfois encore plus sévères. Dans un arrêt de la cour d'appel d'Angers, la responsabilité du dirigeant a été retenue du chef d'abus de biens sociaux, car il n'a pas limité automatiquement sa rémunération alors que la société enregistrait des pertes[617]. Il a aussi été décidé que la simple absence d'autorisation de l'assemblée

---

[610] I. VEZINET, « La position des juges sur l'intérêt social », *art. préc.*, p. 50 ; A. DEKEUWER, « Les intérêts protégés en cas d'abus de biens sociaux », *art. préc.*, p. 421.
[611] P. GOUTY, F. DANOS, « De l'abus de la notion d'intérêt social », *D. aff.* 1997, p. 877.
[612] V. *supra*. n° 42.
[613] Cass. crim., 12 décembre 1994, n° 94-80155, *préc* ; Cass. crim., 14 mai 2003, n° 01-88262, inédit.
[614] Cass. crim., 9 mai 1973, n° 72-93501, *D.* 1974, p. 271, note B. BOULOC ; Cass. crim., 8 février 1988, n° 86-94096, inédit ; Cass. crim., 30 septembre 1991, n° 90-83965, *Bull. Joly. Sociétés* 1992, n° 2, p. 153 note D. BARADERIE ; Cass. crim., 15 octobre 1998, n° 97-80757, *Rev. sociétés* 1999, p. 184, note B. BOULOC ; Cass. crim., 22 septembre 2004, n° 03-82266, *Rev. sociétés* 2005, p. 200, note B. BOULOC ; *Bull. Joly. Sociétés* 2005, § 6, p. 46, note J.-F. BARBIÈRE ; Cass. crim., 22 novembre 2006, n° 06-80783 ; Cass. crim., 20 juin 2007, n° 06-85663, inédit.
[615] Cass. crim., 23 mars 1992, n° 90-82295, *Dr. pén.* 1992, comm. 292, note J.-H. ROBERT ; CA Paris, 14 septembre 2005, *JCP* E 2006, n° 38, 2370, p. 1577, obs. Y. MULLER-LAGARDE et E. FORTIS.
[616] Cass. crim., 29 septembre 1999, n° 98-83204, inédit.
[617] CA Angers, 17 janvier 1991, *Dr. pén.* 1991, comm. 241, obs. J.-H. ROBERT.

générale est suffisante pour fonder l'abus de biens sociaux[618]. La rigueur de ces arrêts est certainement critiquable puisqu'elle conduit à faire de tout dirigeant un coupable automatique en cas de difficultés subies par la société ou en cas d'absence d'autorisation par l'assemblée générale, sans établir véritablement l'atteinte aux biens[619]. Il convient aussi de signaler que l'accord des associés ou l'approbation donnée par le conseil d'administration à la perception de la rémunération ne peuvent faire disparaître le caractère délictueux des détournements commis par le dirigeant[620].

Par ailleurs, le juge pénal dispose d'une grande autonomie dans l'appréciation du caractère contraire à l'intérêt social par rapport au juge administratif. Ainsi, le juge pénal peut condamner un dirigeant pour abus de biens sociaux du fait de rémunérations excessives même si le juge administratif a jugé ces rémunérations non exagérées[621].

163. Pour que le délit d'abus de biens sociaux soit caractérisé, la rémunération doit non seulement être contraire à l'intérêt social, mais elle doit encore être octroyée de mauvaise foi et à des fins personnelles.

b) L'élément moral : une rémunération octroyée de mauvaise foi et à des fins personnelles

164. L'élément moral du délit d'abus de biens sociaux est précisé par l'article L. 242-6 du Code de commerce qui prévoit que le dirigeant doit avoir agi « *de mauvaise foi* » et « *à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement* ». La mauvaise foi requise par le texte peut être conçue comme un dol général. Elle résulte du fait que le dirigeant a eu conscience du caractère délictueux de son acte. L'exigence de l'élément intentionnel permet d'écarter de l'incrimination les cas d'imprudence, d'inattention ou de négligence. La constatation de cet élément est aisée. Il n'est pas rare, en effet, que l'abus de biens sociaux soit retenu du fait

[618] CA Paris, 27 février 1990, *Dr. pén.* 1990, comm. 341, obs. J.-H. ROBERT. Il semble néanmoins que la Cour de cassation ne valide pas l'incrimination automatique pour absence d'autorisation. Cass. crim., 23 mars 1992, n° 90-82295, *préc*.
[619] P. CONTE, W. JEANDIDIER, *Droit pénal des sociétés commerciales, op. cit.*, p. 131.
[620] Cass. crim., 22 septembre 2004, n° 03-82266, *préc* ; Cass. crim., 19 octobre 1971, n° 70-90661, *Bull. crim*, n° 272, p. 670.
[621] A. MÉDINA, *Abus de biens sociaux : Prévention - Détection - Poursuite, op. cit.*, p. 139.

d'une rémunération abusive sans que la mauvaise foi soit expressément caractérisée[622]. De même, les tribunaux déduisent souvent la mauvaise foi de la simple connaissance de l'avantage retiré ou des compétences particulières du dirigeant concerné[623].

Le dol général est complété par un dol spécial. En effet, l'existence de l'intention délictueuse ordinaire ne suffit pas. La loi exige en plus que le dirigeant ait recherché un intérêt personnel. L'élément moral du délit d'abus de biens sociaux permet de le distinguer de la faute de gestion dont la démonstration n'impose pas de prouver que le dirigeant a poursuivi une fin spécifique. Ainsi, commet un abus de biens sociaux, le président-directeur général qui fait verser par la société, trompée par ses affirmations mensongères, des commissions injustifiées et exorbitantes à une autre société dans laquelle il a des intérêts et qu'il a créée spécialement pour recevoir ces commissions[624]. Dans une décision du 20 juin 2007, la Cour de cassation a déclaré le dirigeant coupable du délit d'abus de biens sociaux du fait d'une rémunération excessive et d'avances sans contrepartie consenties à une société dans laquelle il était intéressé, la mauvaise foi du dirigeant étant alors déduite du non-respect des procédures des conventions règlementées[625].

165. La réunion de l'élément matériel et de l'élément moral conduit à la mise en jeu de la responsabilité pénale du dirigeant du chef d'abus de biens sociaux. Mais le Code de commerce n'utilise aucun critère de quantité pour caractériser l'infraction. En d'autres termes, ce n'est pas le montant de la rémunération qui est mis en cause, mais c'est sa contrariété à l'intérêt social et la poursuite de ses intérêts personnels par le dirigeant qui sont condamnées. Une rémunération, excessive en valeur absolue, peut ainsi ne pas être contestée si la situation financière de la société est bonne ou si la recherche d'un intérêt personnel par le bénéficiaire n'a pas été démontrée. Cela explique le fait que les condamnations visent essentiellement les dirigeants de petites et moyennes entreprises où la disproportion entre la rémunération accordée et la situation économique de la société ou le travail fourni par le dirigeant est plus facilement constatée.

---

[622] Cass. crim., 27 octobre 1997, n° 96-83698, *Rev sociétés* 1997, p. 869, note B. BOULOC ; Cass. crim., 11 février 2009, n° 07-88695, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 122, p. 608, note L. CAPDEVILLE.
[623] La Cour de cassation précise que la simple qualité de dirigeant implique que le prévenu ne peut prétendre ignorer le caractère abusif de la rémunération. Cass. crim., 17 octobre 2007, n° 06-85932, inédit ; Cass. crim., 15 octobre 1997, n° 96-83828, inédit ; Y. MULLER-LAGARDE, « La bonne foi : Peau de chagrin du droit pénal des affaires », *Gaz. Pal.* 17 mars 2009, n° 76, p. 26.
[624] Cass. crim., 14 février 1974, n° 73-91516, *Bull. crim.*, n° 68, p. 166.
[625] Cass. crim., 20 juin 2007, n° 07-80065, inédit.

166. Le recours au délit d'abus de biens sociaux pour condamner les bénéficiaires de rémunérations excessives est, comme le fait observer un auteur[626], de nature à créer une certaine confusion dans l'approche de l'excès. En effet, lorsqu'une juridiction condamne un dirigeant pour abus de biens sociaux, il est parfois tentant d'en conclure que cette infraction confère un caractère excessif à la rémunération contestée. Cela n'est pas toujours exact. À la vérité, l'abus peut très bien exister sans la présence de l'excès, car « *il n'est pas indispensable que l'usage abusif soit quantitativement excessif pour que le droit pénal soit valablement mis en œuvre* »[627].

167. La condamnation des dirigeants peut résulter non seulement de l'usage des biens sociaux, mais également de l'usage abusif des pouvoirs.

B / L'abus de pouvoirs

168. Lorsque l'usage contraire à l'intérêt social ne concerne pas les biens de la société, mais seulement les pouvoirs dont le dirigeant dispose dans la société, c'est la qualification d'abus de pouvoirs qui est retenue. Ce délit est moins connu que l'abus de biens sociaux, mais il en est très proche, tant par ses éléments constitutifs que par les sanctions encourues. L'alinéa 4 de l'article L. 242-6 du Code de commerce prévoit que sont punis d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 375 000 euros les dirigeants qui font, de mauvaise foi, « *des pouvoirs qu'ils possèdent ou des voix dont ils disposent, un usage qu'ils savent contraire aux intérêts de la société, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement* ». À l'image de l'abus de biens sociaux, la qualification d'abus de pouvoirs nécessite la démonstration d'un usage contraire à l'intérêt social et à des fins personnelles. Les frontières entre les deux délits sont donc très minces. Le plus souvent, en cas d'abus de biens sociaux, il y a cumulativement abus de pouvoirs sociaux. Cela réduirait l'importance de l'incrimination spéciale d'abus de pouvoirs[628]. Cependant, dans certaines circonstances, seul l'abus de pouvoirs pourra être retenu[629], ce qui confirme qu'il s'agit d'un délit autonome et indépendant

[626] F. GARRON, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *art. préc.*, p. 4.
[627] *Ibid*.
[628] R. SALOMON, « Défense et illustration de l'abus de pouvoirs en droit pénal des sociétés », *Dr. Sociétés* 2012, n° 8, p. 1.
[629] L'application la plus remarquée de l'abus de pouvoir est faite dans l'affaire *Delattre-Levivier*. La chambre criminelle de la Cour de cassation a retenu la qualification d'abus de pouvoir à l'égard d'une opération de fusion de la société cible et de la holding, en reprochant au dirigeant des sociétés impliquées d'avoir « *usé de ses*

du délit d'abus de biens sociaux. Tel est le cas dans un arrêt de la Cour de cassation en date du 16 mai 2012[630]. La Chambre criminelle, sans avoir caractérisé l'excès, a pu retenir l'abus de pouvoir à l'encontre de l'ancien dirigeant de la société Vinci, ayant utilisé ses pouvoirs pour s'octroyer une rémunération relativement élevée. En l'espèce, le dirigeant avait usé de son statut et de l'influence qui en découlait pour évincer les membres du comité des rémunérations, hostiles au déplafonnement de sa rémunération, et pour mettre en place un nouveau comité qu'il savait acquis à ses vœux. Le dirigeant savait également que l'intervention du nouveau comité aurait des conséquences très favorables pour lui non seulement sur son salaire, mais encore sur le calcul de sa retraite complémentaire et de son indemnité de départ à la retraite qu'il savait proche et dont il avait lui-même décidé la date. La Haute cour a approuvé la décision de la cour d'appel de Versailles ayant considéré que les agissements du dirigeant étaient constitutifs du délit d'abus de pouvoirs[631].

Dans cette affaire, l'usage abusif des pouvoirs était accompli à des fins personnelles, puisqu'il était relatif à la rémunération du dirigeant, à son indemnité de départ et à sa retraite. Certes, l'importance des sommes reçues aura contribué au résultat final, mais ce n'est pas le caractère excessif de ces sommes qui a fondé la condamnation du dirigeant. Ce qui était répréhensible était simplement le fait d'avoir influencé la recomposition du comité des rémunérations pour pouvoir obtenir le mode de rémunération qu'il souhaitait. Là encore, l'abus et l'excès peuvent se distinguer. Cette distinction est, selon un auteur[632], intéressante puisqu'elle permet d'engager la responsabilité pénale du dirigeant sans avoir à établir que sa rémunération était objectivement excessive. L'abus de pouvoirs semble ainsi plus facilement démontrable que l'abus de biens sociaux en ce que la preuve de seules décisions prises dans l'intérêt personnel du dirigeant suffit. Il n'en demeure pas moins que l'abus de pouvoirs est rarement retenu indépendamment de l'abus de biens sociaux et que la Cour de cassation

---

pouvoirs de président du conseil d'administration pour organiser une fusion-absorption contraire à l'intérêt de la société et avantageuse pour lui-même et d'autres sociétés dans lesquelles il était intéressé directement ou indirectement » : Cass. crim., 10 juillet 1995, n° 94-85665, *Bull. Joly Sociétés* 1995, p. 1048, § 376, note A. COURET et P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1996, p. 312, note B. BOULOC.

[630] Cass. crim., 16 mai 2012, n° 11-85150, *Rev. sociétés* 2012, p. 697, note P. LE CANNU ; *AJ Pénal* 2012, p. 540, note B. BOULOC ; *Gaz. Pal* 28 juin 2012, n° 180, p. 7, note R. MÉSA ; *Bull. Joly Sociétés* 2012, p. 579, § 306, note B. DONDERO ; *JCP* E 2012, 1396, note C. DUCOULOUX-FAVARD.

[631] CA Versailles, 19 mai 2011, *Bull. Joly Sociétés* 2011, p. 597, § 320, note B. DONDERO ; *Rev. sociétés* 2012, p. 99, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 2011, p. 368, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *AJ Pénal* 2011 p. 512, note E. DAOUD et C. FRANCESCHI ; *LPA* 12 août 2011 n° 160, p. 5, note C. DUCOULOUX-FAVARD.

[632] B. DONDERO, note sous : CA Versailles, 19 mai 2011, *préc*.

refuse parfois de qualifier la décision d'attribuer une rémunération à un dirigeant d'abus de pouvoirs[633].

169. Une troisième qualification peut être retenue quand l'usage contraire à l'intérêt social des biens sociaux se prolonge dans une situation de cessation des paiements. En effet, le délit de banqueroute par détournement d'actif tend à se superposer, dans ce cas, à un abus de biens ou de pouvoirs sociaux.

C / La banqueroute par détournement d'actif

170. Lorsque l'usage contraire à l'intérêt social des biens sociaux rentre dans la période suspecte d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire, c'est le délit de banqueroute par détournement d'actif qui s'applique. Les éléments constitutifs de chacun des délits d'abus de biens sociaux et de banqueroute par détournement d'actif sont très proches, dans la mesure où ils traduisent le même usage abusif de l'actif social[634]. Les deux délits se distinguent néanmoins nettement en ce que les intérêts sociaux protégés ne sont pas les mêmes. Alors que l'abus de biens sociaux sanctionne l'usage abusif des biens de la société par son dirigeant en violation de l'intérêt social, la banqueroute sanctionne le chef d'entreprise en difficulté qui, par ses agissements, prive les créanciers d'une partie de leur gage sur le patrimoine de l'entreprise[635].

Concrètement, lorsque la rémunération excessive s'apparente à un détournement de fonds, l'acte de détournement peut tomber simultanément sous le coup de chacune des incriminations. Toutefois, la Cour de cassation s'est prononcée pour l'incompatibilité des qualifications d'abus de biens sociaux et de banqueroute et a forgé un critère d'ordre chronologique pour les distinguer[636]. Ainsi, lorsque le détournement est antérieur à la date de cessation des paiements, les faits sont, en principe, qualifiés d'abus de biens sociaux. S'il lui est postérieur, c'est la banqueroute qui est retenue[637]. C'est ainsi que la Cour de cassation a

---

[633] Cass. crim., 14 décembre 2000, n° 97-85547, inédit.
[634] C. com. art. L. 654-2.
[635] A. LEPAGE . P. MAISTRE DU CHAMBON, R. SALOMON, *Droit pénal des affaires*, 4e éd., Paris : Litec, 2015, p. 334 ; J. LASSERRE CAPDEVILLE, *Abus de biens sociaux et banqueroute : pratique des affaires, op. cit.*, p. 46.
[636] Cass. crim., 27 octobre 1999, n° 98-85651, *Dr. pén* 2000, comm. 48, obs. J.-H. ROBERT ; Cass. crim., 30 juin 2004, n° 03-87427, inédit.
[637] La jurisprudence retient parfois la qualification de banqueroute même pour des détournements antérieurs à la date de cessation des paiements lorsque les actes commis sont en relation directe avec cet état de cessation des paiements. Cass. crim., 21septembre 1994, n° 93-85544, *JCP* E, 1995, II, 690, note A. DEKEUWER ; Cass. crim., 14 février 2007, *Rev. sociétés* 2007, n° 06-86721, p. 885, note B. BOULOC.

pu, en application de ce critère, condamner un dirigeant social du chef de banqueroute par détournement d'actif pour s'être octroyé une rémunération excessive alors que la société se trouvait en état de cessation des paiements et avait été déclarée en redressement judiciaire[638]. La Chambre criminelle est allée plus loin dans l'application du critère chronologique. Dans un arrêt rendu le 5 novembre 2008[639], les magistrats ont retenu les deux qualifications d'abus de biens sociaux et de banqueroute parce que la rémunération excessive avait été versée au dirigeant avant que la société ne soit en état de cessation de paiements et avait été maintenue après cet évènement. Le dirigeant s'est vu condamné du chef du délit d'abus de biens sociaux pour les rémunérations perçues entre 2001 et mai 2003, et du chef du délit de banqueroute pour celles versées entre mai et novembre 2003, la date de cessation des paiements ayant été fixée au mois de mai 2003. En réalité, les deux délits saisissent des faits identiques. L'abus de biens sociaux et la banqueroute par détournement d'actif permettent de sanctionner la captation du patrimoine social résultant d'une rémunération excessive. Mais si la qualification d'abus de biens sociaux est plus fréquemment retenue, les sanctions encourues en cas de banqueroute apparaissent plus sévères[640].

171. En conclusion, la diversité des incriminations susceptibles de sanctionner l'excès de la rémunération s'accompagne, corrélativement, de leur « *dégradation qualitative* »[641]. Certes, le délit d'abus de biens sociaux, qui constitue l'essentiel des condamnations prononcées, fournit une piste intéressante pour sanctionner les dirigeants bénéficiaires des rémunérations abusives. Cependant, l'inexistence d'une sanction pénale spécifique aux rémunérations excessives permet à certaines pratiques, notamment dans les grandes sociétés, d'échapper à la répression. Ce sont souvent les petites et moyennes entreprises qui se trouvent en réalité visées, la disproportion entre les rémunérations attribuées aux dirigeants et le travail fourni par ces derniers ou la situation financière de l'entreprise étant plus difficilement constatée dans les grandes entités[642]. Faudrait-il seulement envisager l'adoption d'une incrimination spécifique à l'excès en matière de rémunération ? Le très large mouvement de dépénalisation du droit des affaires, entamé depuis plusieurs décennies, plaide manifestement en faveur d'une réponse négative.

---

[638] Cass. crim., 24 mai 1993, n° 92-85532, inédit : s'agissant d' un dirigeant d'une SARL.
[639] Cass. crim., 5 novembre 2008, n° 07-87086, *Gaz. Pal.* 22 janvier 2009, n° 22, p. 60, note C. ROBACZEWSKI.
[640] La peine d'emprisonnement est de cinq ans pour les deux délits, mais le délit de banqueroute connaît encore des peines complémentaires comme la faillite personnelle ou l'interdiction de gérer. En revanche, la peine d'amende est de 75000 euros pour la banqueroute alors qu'elle est de 375000 euros pour l'abus de biens sociaux.
[641] M. HASCHKE-DOURNAUX, *Réflexion critique sur la répression pénale en droit des sociétés*, Paris : L.G.D.J, 2005, p. 131.
[642] B. BOULOC, « Quand y a-t-il rémunération excessive des dirigeants de sociétés », *Gaz. Pal.* 4 février 2010, n° 35, p. 11, spéc. p. 16.

172. Par ailleurs, la jurisprudence pénale vise tous les éléments de rémunération que le dirigeant perçoit en cette qualité. Se pose alors la question de savoir si la prime d'arrivée est également concernée. En effet, cette prime est versée au dirigeant avant sa prise de fonction, et ce indépendamment de toute activité. Il peut donc être observé que, d'une part, le bénéficiaire n'a pas encore, à la date de l'attribution de l'avantage, la qualité de dirigeant qui constitue une condition nécessaire pour caractériser les infractions pénales retenues et que, d'autre part, la contrepartie de la prime ne se trouve pas dans le travail fourni par le dirigeant, mais seulement dans l'engagement de celui-ci de fournir ce travail. La sanction pénale ne serait donc envisageable que si la signature de la convention et son exécution étaient dissociées[643].

[643] Y. MULLER-LAGARDE, « Les sanctions pénales de la rémunération excessive du dirigeant social », *art. préc.*, p. 65.

CONCLUSION DU CHAPITRE 2

173. La loi ne prévoit pas de sanctions spécifiques aux rémunérations excessives. Les tribunaux recourent donc aux règles générales du droit des sociétés et du droit commun des obligations afin de sanctionner l'excès. Deux sanctions sont principalement susceptibles de s'appliquer : le juge peut annuler la rémunération abusive et/ou engager la responsabilité, civile ou pénale, du dirigeant qui en bénéficie. D'autres sanctions pourraient être mises en œuvre. La société peut ainsi poursuivre le dirigeant sur le terrain de la répétition de l'indu[644], ou l'enrichissement sans cause, mais aucune affaire, à notre connaissance, n'a donné lieu à une jurisprudence en la matière. Également, le droit fiscal fournit certaines solutions permettant de sanctionner l'attribution excessive des rémunérations. En effet, outre la possibilité d'exclure les rémunérations des dirigeants qui ne correspondent pas à un travail effectif de la déduction des résultats de la société[645], le bénéfice de l'exonération, au regard de l'impôt de solidarité sur la fortune, des actions détenues par les dirigeants exige que la rémunération de ces derniers soit normale et qu'elle représente la moitié des revenus à raison desquels l'intéressé est soumis à l'impôt sur le revenu pour certaines catégories de revenus[646].

Le juge dispose donc à première vue de nombreux moyens susceptibles de mettre en cause les rémunérations exorbitantes. Cependant, dans la plupart des cas, les mesures prises par la jurisprudence apparaissent insuffisantes ou inefficaces au regard de la taille de la société, tandis que certaines pratiques protégeant les dirigeants peuvent sensiblement diminuer la portée dissuasive de la sanction.

---

[644] F. GUERCHOUN, « Vers l'imprescriptibilité de l'action en nullité des conventions réglementées », *art. préc.*, p. 12.
[645] CGI. art. 39-1, al. 1.
[646] CGI. art. 885 O bis.

CONCLUSION DU TITRE 1

174. En l'absence d'une définition légale des rémunérations excessives attribuées aux dirigeants sociaux, c'est la jurisprudence qui a dégagé les règles et fixé les principes permettant de déterminer le caractère excessif d'une rémunération.

Le recours des tribunaux à l'intérêt social comme critère général, non seulement pour apprécier la normalité de la rémunération, mais également pour sanctionner l'excès, a pourtant relativisé l'efficacité des sanctions dans la mesure où l'intérêt social des grandes sociétés est rarement menacé par le montant de la rémunération des dirigeants, si élevé soit-il. La rigueur de la jurisprudence est souvent subie par les petites et moyennes entreprises où la disproportion entre les rémunérations octroyées aux dirigeants et les services rendus par ces derniers, ou la situation économique de la société, est plus aisément caractérisée. Or, ce sont les sommes énormes touchées par les dirigeants des grandes sociétés qui ont exacerbé la polémique sur la légitimité de la rémunération des dirigeants et ont exercé une pression sur le législateur à plus forte raison depuis la médiatisation récente d'affaires qui ont attisé la défiance de l'opinion publique. Le législateur est donc intervenu en réaction aux scandales médiatisés afin de répondre à une question pour laquelle les solutions jurisprudentielles semblent ne pas avoir été suffisamment convaincantes.

TITRE -2-
L'APPROCHE LÉGISLATIVE DE L'EXCÈS

175. « *Dans les sociétés contemporaines, l'opinion publique est devenue une force politique avec laquelle les gouvernants sont tenus de composer* »[647].

Les instruments dont dispose la jurisprudence lui permettent de sanctionner l'excès des rémunérations dans la mesure où celui-ci est présenté comme une atteinte à l'intérêt social se matérialisant essentiellement par la disproportion de la rémunération par rapport à la situation économique de la société ou aux services rendus par le dirigeant. Néanmoins, la question de la rémunération excessive des dirigeants sociaux ne se limite pas à la protection de l'intérêt social. En effet, les rémunérations des dirigeants des très grandes sociétés, aussi élevées soient-elles, restent quantité négligeable pour la trésorerie de celles-ci et ne portent pas atteinte à leur santé financière. L'importance des montants attribués a pourtant suscité l'opprobre de l'opinion publique et a soulevé la question de la justice sociale, et ce, nonobstant l'incidence de cette attribution sur l'intérêt de la société concernée.

Les exigences de défense de l'intérêt général ont ainsi mis en avant la nécessité d'encadrer l'octroi des rémunérations des dirigeants[648]. Si le principe faisait consensus, le choix des moyens a fait l'objet de grandes controverses. Alors que certains préconisaient une intervention législative fixant, de manière impérative, des limites aux montants globaux des rémunérations accordées aux dirigeants, d'autres défendaient la liberté des sociétés et préféraient un encadrement souple à travers des recommandations non contraignantes[649].

176. La multiplication des scandales, très médiatisés[650], concernant la rémunération des dirigeants depuis le début des années 2000, ainsi que l'avènement de la crise financière ont encore intensifié l'intolérance face aux pratiques excessives et ont contraint l'État à réagir. Ainsi, le législateur est intervenu, de manière presque systématique, après chaque scandale, en

---

[647] J. CHEVALLIER, *L'État post-moderne*, 3e éd., Paris : L.G.D.J, 2008, p. 212.

[648] B. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 114 : « *Les raisons de limiter la rémunération des mandataires sociaux des sociétés cotées sont essentiellement politiques. La « passion pour l'égalité », passion que l'on prête aux Français et qui semble confier à la jalousie du bien ou du succès d'autrui, justifierait des mesures interdisant l'octroi d'avantages excessifs au dirigeant* ».

[649] Pour une présentation des différentes positions, R. VATINET, R. LEBLANC, P. MANIÉRE, P. PORTIER, « La rémunération des dirigeants », *Cah. dr. entr*, septembre-octobre 2008, n° 5, p. 11.

[650] Sur l'influence des médias sur l'opinion publique, P. CHARAUDEAU, *Les médias et l'information : L'impossible transparence du discours*, 2e éd., Bruxelles : ina éd., coll. Medias Recherches, 2011.

vue d'imposer de nouvelles mesures de contrôle de l'attribution des rémunérations excessives. L'intention de protéger l'intérêt général apparaît clairement dans les travaux préparatoires des lois adoptées en la matière. C'est ainsi par exemple que les mesures imposées par la loi TEPA de 2007 ont été présentées comme constituant « *une règle éthique au service de la cohésion sociale* »[651].

Le législateur n'a cependant pas souhaité fixer de plafond pour les rémunérations des dirigeants, préférant agir sur les comportements de manière préventive conformément aux principes de la gouvernance d'entreprise et de la moralisation des affaires. Les interventions législatives se sont ainsi concentrées sur la création d'une complète transparence de la rémunération des mandataires sociaux vis-à-vis des actionnaires et du marché. Afin de parvenir à cette transparence, le législateur a, dans un premier temps, levé le voile sur les rémunérations en multipliant les obligations d'information en la matière (**Chapitre 1**). Dans un second temps, il a étendu le champ des conventions réglementées pour qu'il recouvre d'autres formes de rémunérations (**Chapitre 2**).

[651] Rapport de P. MARINI du 19 juillet 2007sur la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, *AN*, n° 404, p. 180.

CHAPITRE -1-
L'AMÉLIORATION DES INFORMATIONS SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

177. « *La maison sociale doit être une maison de cristal. Le secret, parce qu'il est l'arme des fourbes, engendre le soupçon, même entre associés* »[652].

La transparence est aujourd'hui présentée comme un remède aux pratiques excessives en matière de rémunérations des dirigeants. Le concept de transparence renvoie « *à la diffusion d'informations en faveur des investisseurs, actuels et potentiels, afin d'assurer, à coûts raisonnables et dans le respect de l'égalité externe, l'efficience, l'intégrité et la sécurité des marchés financiers. Elle sert également, dans un tel contexte de compétitivité accrue, à établir et maintenir la confiance des épargnants* »[653]. L'information est au cœur du droit des sociétés ; elle est même « *l'élément central de toute activité humaine* »[654]. Par information sociétaire, est désignée toute information qu'une société fournit volontairement, ou en vertu d'obligations légales ou réglementaires, quelle que soit la source de l'obligation[655]. Selon certains auteurs[656], une information parfaitement transparente est celle qui réduit au minimum la part de subjectivité de son auteur, pour que seule la subjectivité du destinataire de l'information puisse trouver à s'exercer.

178. La question de la transparence de la société conduit naturellement à celle de sa gouvernance[657]. La notion de « gouvernance d'entreprise » est une traduction de l'expression anglo-saxonne de *corporate governance*. Si aucun consensus n'existe sur son exact contenu[658], une partie de la doctrine, ainsi que nombre de rapports de bonne conduite en la

---

[652] L. MAZEAUD, note sous CA Montpellier, 28 novembre 1963, *D*. 1964, p. 483.
[653] Y. DE CORDT, G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Bruxelles : Larcier, 2008, p. 166.
[654] D. CORRIGNAN-CARSIN, « L'information financière, normes et pratiques comptables », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 1, p. 1.
[655] É. BLARY- CLÉMENT, « L'information sociétaire, substrat d'un débat interdisciplinaire » *in* É. BLARY-CLÉMENT (dir), *Transparence et gouvernance : une relecture*, Actes du colloque organisé à l'université de Lille II le 10 décembre 2010, Lille : HELINIA éd., 2011, coll. Colloque et Opinion, p. 7, spéc. p. 11.
[656] J.-C. DUHAMEL, B. FASTERLING, C. REFAIT-ALEXANDRE, « La transparence : outil de conciliation de la finance et du management », *RFG* 2009, n° 198-199, p. 59.
[657] J. MARCHAND, « Réflexions sur le principe de transparence », *Revue du droit public et de la science politique en France et à l'Étranger*, 1er mai 2014, n° 3, p. 677 : « *La transparence apparaît comme une composante essentielle d'une bonne gouvernance* ».
[658] A. COURET, « Le gouvernement d'entreprise : la *corporate governance* », *art. préc.*, p. 163 ; C. BARON, « La gouvernance : débats autour d'un concept polysémique », *Droit et Société* 2003, n° 54, p. 329.

matière font référence à la définition générale proposée par le rapport Cadbury de 1992 selon lequel « *la gouvernance d'entreprise est le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées* »[659]. Parce qu'une bonne gouvernance exige l'amélioration et la diversification des informations sociétaires, la transparence est devenue une partie intégrante de la gouvernance d'entreprise[660].

179. Les obligations d'information étaient nombreuses en droit des sociétés avant les années 2000, mais les textes se révélaient généralement insuffisants[661]. Avec les rapports Viénot de 1995 et 1999, la transparence relative à la gouvernance d'entreprise a pris la forme de recommandations[662] avant que la loi NRE de 2001 ne vienne en faire une règle d'ordre public. Cette loi est souvent considérée comme le premier texte de droit interne ayant clairement mis en œuvre le concept de transparence. Cependant, le réel développement qu'a connu le droit français en matière de transparence n'a commencé que dans les années suivantes, et plus précisément après la loi *Sarbanes-Oxley*, adoptée aux États-Unis en 2002[663] en réaction aux nombreuses affaires de fraudes et de scandales financiers, notamment les affaires *Worldcom* et *Enron*[664]. Cette loi a introduit une approche nouvelle de la gouvernance d'entreprise. En effet, alors que cette dernière était présentée en droit anglo-saxon comme une pratique reposant sur de simples recommandations ne nécessitant pas, par principe, de mesures législatives[665], la loi américaine de 2002 a ouvert la voie à une immixtion du législateur dans la formulation de règles de bonne gouvernance, en imposant de nouvelles

---

[659] Rapport Cadbury, « The financial aspects of corporate governance », décembre 1992, § 2.5, p. 14.

[660] D. CUSTOS (dir.), *La transparence, un principe de gouvernance*, Bruxelles : Bruylant, 2014.

[661] I. URBAIN-PARLEANI, M. BOIZARD, « L'objectif d'information dans la loi du 24 juillet 1966 », *Rev. Sociétés* 1996, p. 447.

[662] Rapport de M. VIÉNOT de 1995, « Le conseil d'administration des sociétés cotées », *op. cit.*, p. 17 : « *Le Comité estime que chaque conseil doit rendre compte aux actionnaires des dispositions qu'il prend pour être en situation de remplir ses missions et qu'il a le devoir de s'interroger périodiquement sur l'adéquation à ses tâches de son organisation et de son fonctionnement. Il recommande l'adoption d'un plus grand formalisme dans la préparation des délibérations* » ; Rapport AFEP-MEDEF, « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc VIENOT », juillet 1999, p. 18 : « *Le rapport annuel doit indiquer le nombre des réunions du Conseil d'administration et des comités du Conseil qui se sont tenues au cours de l'exercice écoulé, et fournir aux actionnaires une information sur la participation effective des administrateurs aux réunions* ».

[663] Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX Act), Pub. L. 107−204, 116 Stat. 745, H.R. 3763, 30 juillet 2002.

[664] Pour une analyse complète, v. notamment : M.-A. FRISON-ROCHE, *Les leçons d'Enron*, Paris : Autrement, 2003 ; O. PASTRÉ, *Le capitalisme déboussolé : après Enron et Vivendi : soixante réformes pour un nouveau gouvernement d'entreprise*, Paris : La Découverte, 2003 ; B. PIGÉ, « Comptes Enron: de quoi s'agit-il ? », *Revue Française de Comptabilité*, avril 2002, n° 443, p. 26.

[665] A. TUNC, « Le gouvernement des sociétés anonymes. Le mouvement de réforme aux États-Unis et au Royaume-Uni », *RID comp.* 1994, v. 46, n° 1, p. 59 ; A. TUNC, « La révolution américaine : présentation et application des *principles of corporate governance* », *LPA* 27 septembre 1995, n° 116, p. 5 ; A. TUNC, « Le gouvernement des sociétés anonymes au Royaume-Uni : le rapport du Comité Hampel », *RID comp.* 1998, v. 50, n° 3, p. 912.

obligations concernant la comptabilité et la transparence financière[666]. Cette loi a exercé une influence sur le droit français et a contribué profondément à la consécration du principe de transparence de la gouvernance[667].

180. L'exigence de transparence, associée à celle de bonne gouvernance, a ainsi participé à la multiplication des obligations d'information à destination tant des actionnaires que du marché[668]. L'une des informations sociétaires les plus importantes est celle relative aux rémunérations des dirigeants sociaux. Le secret qui entourait ces rémunérations ne permettait en effet pas d'entretenir la confiance des actionnaires et de l'opinion publique, notamment après les scandales financiers retentissants qu'a connus la France à partir du début du vingt et unième siècle. La transparence est donc apparue comme une solution efficace pour restaurer la confiance des actionnaires et atténuer la défiance de l'opinion publique envers les dirigeants ainsi qu'envers l'État qui doit réagir aux pratiques excessives. Ainsi, le législateur est intervenu au début des années 2000, à un rythme quasi annuel, pour imposer des mesures visant à l'amélioration de la communication sur les informations relatives à la rémunération des dirigeants **(Section 1)**. L'efficacité de ces mesures dépend du contrôle effectué pour assurer leur respect et des sanctions imposées en cas de manquement aux obligations d'information **(Section 2)**.

---

[666] P. DESCHEEMAKER, « Nouvelle régulation internationale des sociétés cotées : les principales dispositions du Sarbanes-Oxley Act of 2002 », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 1, p. 5 ; M. STORCK, « Le risque, 10 ans après l'affaire Enron », *JCP* E 2012, n° 24, 1393, p. 58 ; P.-F. DE RAVEL D'ESCLAPON, « De Sarbanes-Oxley à Dodd-Frank : le rôle et les limites de la gouvernance dans la prévention des catastrophes financières », *JCP* E 2012, n° 24, 1384, p. 20.

[667] P.-H. CONAC, « L'influence de la loi Sarbanes-Oxley en France », *Rev. sociétés* 2003, p. 835 ; D. DE LA GARANDERIE, « Gouvernance d'entreprise, loi Sarbanes-Oxley et droit français » *in* « La gouvernance d'entreprise en France après la loi Sarbanes-Oxley », *LPA* 13 décembre 2007, n° 249, p. 41 ; V. MAGNIER, « Réception du droit américain dans l'organisation interne des sociétés commerciales », *Arch. phil. droit* 2001, t. 25, p. 213.

[668] É. BLARY- CLÉMENT, « Dix ans de transparence en droit des sociétés : retour sur une évolution prévisible de l'information sociétaire », *in* É. BLARY- CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL (dir.), *2001-2010 Dix ans de transparence en droit des sociétés*, Arras : Artois Presse Université, 2011, p. 11.

SECTION -1- MULTIPLICATION DES OBLIGATIONS D'INFORMATION

181. À la différence de ce qui peut être observé dans la culture nord-américaine, afficher sa rémunération est culturellement très mal perçu en France[669]. La publicité de la rémunération des dirigeants a ainsi été très discutée, car elle paraissait heurter une confidentialité des revenus ancrée dans les traditions françaises[670]. Les éventuels effets indésirables de la divulgation de la rémunération sur la vie privée ont également été contestés[671]. Selon une jurisprudence établie, toute personne a droit au respect de sa vie privée[672]. Il a aussi été soutenu que « *poussée à bout, la transparence peut être tyrannique, sans le moindre égard pour la loi garantissant le respect de la vie privée* »[673]. Toutefois, une nuance doit être apportée en matière de rémunération des dirigeants sociaux. En effet, si le salaire d'une personne non publique et ne jouissant d'aucune notoriété est une information protégée par ce droit, les renseignements d'ordre purement patrimonial, concernant notamment les personnalités politiques ou du monde des affaires, sont considérés comme des éléments d'information n'ayant plus trait à la vie privée, dès lors qu'aucune allusion à la vie personnelle ou familiale n'est opérée[674]. De même, selon l'article 8 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, une ingérence dans l'exercice du droit au respect de la vie privée est licite si elle est prévue par la loi nationale et qu'elle est nécessaire dans une société démocratique[675]. Or, d'une part, la

---

[669] J.-J. UETTWILLER, « Transparence des rémunérations des dirigeants sociaux », *JCP* E 2006, n° 12, 1233, p. 9.

[670] Y. GUYON, « Les réformes apportées au droit des sociétés par la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques », *Rev. sociétés* 2001, p. 503 : « *On a fait valoir qu'une telle publicité ne présentait que peu d'utilité pour les actionnaires car l'intéressant pour eux est le coût global de la direction et non le montant versé individuellement à chaque dirigeant. On a remarqué qu'elle était discriminatoire et sans doute contraire au principe constitutionnel d'égalité car les dirigeants des sociétés anonymes sont la seule catégorie socioprofessionnelle à être astreints à une divulgation aussi complète* ».

[671] M. DUPUIS, J.-C. DUHAMEL, « La transparence de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées à l'aune des droits fondamentaux », *in* É. BLARY- CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL (dir.), *2001-2010 Dix ans de transparence en droit des sociétés*, Arras : Artois Presse Université, 2011, p. 80.

[672] Cass. 1re civ., 15 mai 2007, n° 06-18448, *D.* 2007, p. 1603, obs. C. DELAPORTE-CARRÉ ; *LPA* 22 août 2007, n° 168, p. 10, note M. BRUSORIO ; TGI Marseille, 29 septembre 1982, *D.* 1984, p. 64, note R. LINDON.

[673] G. LOISEAU, « La tyrannie de la transparence », *D.* 2015, p. 153.

[674] Les tribunaux vérifient si les informations révélées peuvent dévoiler on non des aspects spécifiquement personnels ou intimes sur la personne : CA Marseille, 17 mai 1995, *D.* 1996, p. 409, note J. RAVANAS ; CEDH, 21 janvier 1999, n° 29183/95, *Fressoz et Roire c/ France*, *JCP* G 1999, II, 10120, note E. DERIEUX ; *JCP* G 1999, I, 149, obs. B. TEYSSIÉ.

[675] CEDH, art. 8 : « *1. Toute personne a droit au respect de sa vie privée et familiale, de son domicile et de sa correspondance. 2. Il ne peut y avoir ingérence d'une autorité publique dans l'exercice de ce droit que pour autant que cette ingérence est prévue par la loi et qu'elle constitue une mesure qui, dans une société démocratique, est nécessaire à la sécurité nationale, à la sûreté publique, au bien-être économique du pays, à la défense de l'ordre et à la prévention des infractions pénales, à la protection de la santé ou de la morale, ou à la protection des droits et libertés d'autrui* ».

transparence des rémunérations des dirigeants est effectivement régie par une législation d'ordre public et, d'autre part, les mesures d'information en la matière sont indiscutablement dictées par le besoin de moraliser le monde des affaires. Aucune atteinte n'est donc portée au droit au respect de la vie privée[676].

L'exigence de cette moralisation et la nécessité de restaurer la confiance perdue des investisseurs, en rendant publique la rémunération des dirigeants auxquelles ils ont accordé leur confiance, a ainsi incité le législateur à lever le voile sur cette rémunération et à multiplier les obligations d'information vis-à-vis des actionnaires **(§1)**. Ces informations ne sont pas seulement à destination de ces derniers, mais également de l'ensemble du marché **(§2)**.

§ 1. LES INFORMATIONS À DESTINATION DES ACTIONNAIRES

182. Même si le droit à l'information est inhérent à la qualité d'actionnaire[677], les informations relatives à la rémunération des dirigeants sont demeurées, pendant longtemps, cachées ou difficilement accessibles aux actionnaires **(A)**. L'année 2001 a pourtant marqué le point de départ d'un mouvement constant d'amélioration et de renforcement de l'information en la matière **(B)**.

A / Opacité de la rémunération des dirigeants avant la loi NRE

183. Longtemps, la question de la rémunération des dirigeants a été un tabou en France. Ni les actionnaires ni les tiers ne pouvaient savoir combien gagnaient les dirigeants sociaux[678]. La loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales a modifié cette situation. Elle avait ainsi reconnu à tout actionnaire le droit d'obtenir communication du montant global, certifié exact par le commissaire aux comptes, des rémunérations versées aux dix ou cinq personnes les mieux rémunérées de la société, selon que l'effectif du personnel excède

[676] M. DUPUIS, J.-C. DUHAMEL, « La transparence de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées à l'aune des droits fondamentaux », *art. préc.*, p. 87.
[677] C. civ. art. 1855 ; H. PLOIX, *Le dirigeant et le gouvernement de l'entreprise*, Paris : Village Mondial, 2003, p. 94.
[678] V. MAGNIER, « Gouvernance des sociétés cotées », *Rép. sociétés*, janvier 2014, n° 54.

ou non deux cents salariés[679]. Le décret du 29 novembre 1983[680] a également permis d'avoir connaissance du montant global des rémunérations accordées aux dirigeants à travers l'annexe des comptes sociaux. Son article 24 dispose que l'annexe des comptes sociaux doit mentionner « *toutes les informations d'importance significative sur la situation patrimoniale et financière et sur le résultat de l'entreprise* ». Ces informations concernent notamment « *le montant des rémunérations allouées au titre de l'exercice aux membres des organes d'administration, de direction et de surveillance à raison de leurs fonctions ; ces informations sont données de façon globale pour chaque catégorie* »[681]. Toutefois, les actionnaires n'étaient ni clairement ni suffisamment informés, car cette information était globale et ne permettait pas d'avoir une visibilité précise sur la politique de rémunération et sur la réalité des montants perçus par chaque dirigeant pris individuellement[682]. Une partie de la doctrine considérait qu'une information plus détaillée sur la rémunération « *exciterait inutilement les passions d'actionnaires, incapables d'apprécier à leur juste valeur les services rendus par les dirigeants* »[683]. Par ailleurs, n'étant ni individuelle ni conventionnelle, l'information était ignorée par le commissaire aux comptes et ne faisait pas l'objet d'un rapport spécial[684]. L'actionnaire qui souhaitait prendre connaissance du montant de la rémunération des personnes les mieux rémunérées devait formellement le demander par écrit au siège social ou au lieu de la direction administrative de la société[685], ce qui rendait l'information quasi inaccessible[686].

184. Avec cette généralité d'information et cette complexité de procédure, la France était en retard par rapport à d'autres pays[687]. Aux États-Unis, les premiers devoirs de publicité

---

[679] C. com. art. L. 225-115. al. 5 ; C. VERMOT, « Les dirigeants sociaux, rémunération des dirigeants sociaux, aspects sociaux et économiques », *Cah. dr. entr*, 2001, n° 3, p. 13.

[680] Décret n° 83-1020 du 29 novembre 1983 pris en application de la loi n° 83-353 du 30 avril 1983 et relatif aux obligations comptables des commerçants.

[681] C. com. art. R. 123-198 (article 24-18° du décret du 29 novembre 1983) ; L'article 6 du décret n° 94-663 du 2 août 1994 a ajouté à l'article 24-18° les termes suivants : « *Elles [les informations] peuvent ne pas être fournies lorsqu'elles permettent d'identifier la situation d'un membre déterminé de ces organes* ».

[682] E. DU PONTAVICE, « La fixation de la rémunération des organes de direction et de surveillance de la société anonymes », *in Mélanges D. BASTIAN*, I, Paris : Librairies techniques, 1974, p. 177.

[683] C. HEURTEUX, *L'information des actionnaires et des épargnants : étude comparative*, Paris : Sirey, 1961, n° 403.

[684] I. URBAIN-PARLEANI, M. BOIZARD, « L'objectif d'information dans la loi du 24 juillet 1966 », *art. préc.*, n° 33.

[685] Art. 139 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales. V. également, E. GARAUD, *La transparence en matière commerciale*, Thèse, Limoges, 1995, p. 73.

[686] Afin de faciliter la tâche de l'actionnaire, il a été proposé d'effectuer un double dépôt des documents, mais le législateur ne s'est jamais prononcé à ce propos. F. PASQUALINI, *Le principe de l'image fidèle en droit comptable*, Paris : Litec, 1992, p. 233.

[687] M. D.-P. MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS, « La transparence des rémunérations des dirigeants des sociétés anonymes cotées : Une analyse de droit comparé », *in* É. BLARY- CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL (dir.), *2001-2010 Dix ans de transparence en droit des sociétés*, Arras : Artois Presse Université, 2011, p. 57.

des rémunérations des dirigeants sont nés en 1939, et ont été révisés par la *Securities and Exchange Commission (SEC)* en 1992, alors qu'au Royaume-Uni, l'information sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées figurant dans le rapport annuel est, depuis la publication du rapport Greenbury de 1995, très complète. Elle comporte la description précise de la politique de détermination des rémunérations de toute nature, et fournit des données chiffrées nominatives concernant chacun des dirigeants[688].

185. Avec l'évolution du mouvement de la gouvernance d'entreprise, la place accordée dans la loi aux actionnaires est devenue plus importante. En effet, la gouvernance d'entreprise œuvre pour la restauration de la « *souveraineté des actionnaires* »[689] et cherche ainsi à renforcer leurs informations sur la direction et la politique de la société. De même, les actionnaires ont vu leurs droits améliorés avec le développement et l'activisme des associations d'actionnaires[690]. Celles-ci facilitent l'expression des actionnaires minoritaires dans la société et les aident à faire entendre leur voix auprès de la presse et, par conséquent, auprès du législateur. Il convient, par ailleurs, de signaler que la structure de l'actionnariat a connu récemment de nombreux changements. L'actionnaire, même minoritaire, est souvent un institutionnel et peut être aussi puissant que la société investie. La protection des minoritaires devient donc un acte de bonne gestion du marché puisque la qualité de la protection octroyée aux actionnaires joue un rôle crucial dans l'appréciation de la qualité d'un marché par les investisseurs[691].

La conjugaison de ces raisons, ainsi que la polémique provoquée par les montants des indemnités versées à certains dirigeants de grandes sociétés, ont conduit à une meilleure prise en compte des intérêts des actionnaires et à une amélioration des informations sociétaires qui leur sont destinées. Ainsi, le rapport Viénot de 1999 a préconisé que le conseil

---

[688] Rapport Greenbury, « Directors remuneration », juillet 1995, § 5.4, p. 26: « *The annual remuneration committee report to shareholders should be the main vehicle through which the company discloses and accounts to shareholders for directors remunerations. [The report] should form a separate section within, or annexed to, the company's annual report and accounts. It should set out both the company's general policy on executive remuneration and the actual remuneration packages, including share options and pension entitlements earned, of the individual Directors by name. The amounts received by, and committed to, each Director should be subject to audit* ».

[689] A. COURET, « L'amélioration des droits des actionnaires », *in* J.-F. BARBIÉRI, M.-H. MONSERIE-BON, *La loi NRE et le droit des sociétés*, Actes du colloque organisé à l'université des Science sociales de Toulouse le 15 octobre 2001, Paris : Montchrestien, 2003, Coll. Grands colloques, p. 61 ; A. COURET. « Mondialisation et droit des sociétés : la structure juridique des entreprises (corporate governance) », *RIDE* 2002, n° 2-3, p. 339.

[690] V. CANU, B. DE SAINT MARS, « Les associations d'actionnaires, élément du gouvernement d'entreprise ? », *RD bancaire et fin.* 2000, n° 1, p. 46.

[691] A. COURET, « L'amélioration des droits des actionnaires », *art. préc.*, p. 63. V. également, D. PLIHON, J.-P. PONSSARD, *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ?*, Paris : La Documentation française, 2002.

d'administration de toute société cotée consacre un chapitre spécifique de son rapport annuel à l'information des actionnaires sur les rémunérations perçues par ses dirigeants, ainsi qu'un chapitre dédié aux options de souscription ou d'achat d'actions[692]. Mais ce n'est qu'au début des années 2000 que le législateur a réellement instauré un système de transparence et de contrôle renforcé des rémunérations des dirigeants sociaux.

B / Une transparence accrue à partir des années 2000

186. Avec une nette volonté de plus grande transparence, les réformes législatives se sont succédé à partir des années 2000, et plus précisément avec la loi NRE, pour imposer des mesures améliorant les informations des actionnaires et renforçant leur contenu. Désormais, la rémunération totale et les avantages de toute nature versés aux mandataires sociaux doivent figurer dans le rapport général de gestion **(a)**, alors que des rapports spéciaux sont consacrés à l'attribution des stock-options et des actions gratuites **(b)**.

a) Les informations transmises aux actionnaires par le rapport général de gestion

187. L'inefficacité des anciens mécanismes de transparence et l'influence exercée par le droit anglo-saxon ont finalement contraint le législateur à intervenir en 2001 pour dissiper l'opacité qui régnait jusqu'alors dans le domaine de la rémunération des dirigeants. Initialement, la loi NRE du 15 mai 2001 avait inséré un nouvel article L. 225-102-1 dans le Code de commerce pour ajouter l'information sur la rémunération au rapport de gestion[693]. Il s'agit du rapport présenté annuellement par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, à l'assemblée générale[694]. Aux termes de l'article 116 de la loi NRE, ce rapport doit désormais rendre compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social. Il doit également indiquer le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 du Code de

[692] Rapport AFEP-MEDEF, « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc VIENOT », juillet 1999, p. 12 et s.
[693] J. RIFFAULT-SILK, « La loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) du 15 mai 2001 », *RSC* 2002, p. 604 ; J. DUPICHOT, « La loi N.R.E. et le droit des sociétés », *Gaz. Pal*. 30 mai 2002, n° 150, p. 3 ; J. MESTRE, D. VELARDOCCHIO, « Loi NRE : réformes du droit des sociétés commerciales », *Rev. Lamy dr. aff.* 2001, n° 40, p. 49 ; G. LESIEUR, P. NGUYEN, « Rémunération des dirigeants : les informations à transmettre », *LPA* 22 octobre 2004, n° 212, p. 3.
[694] C. com. art. L. 225-100.

commerce. La loi a ainsi substitué une information individuelle à une information sur le montant global de la rémunération des dirigeants. Cette disposition a été mise en relation avec la situation antérieure qui exigeait seulement la communication du montant global des rémunérations versées aux personnes les mieux rémunérées.

La réforme opérée par la loi NRE est apparue tantôt trop large, tantôt trop restrictive. D'une part, les obligations d'information s'appliquaient à toutes les sociétés anonymes, qu'elles soient cotées ou non. Cette portée générale de l'impératif de transparence a suscité une forte critique[695]. D'autre part, la loi n'exigeait pas de distinguer entre les éléments fixes et les éléments variables de rémunération, de même qu'elle ne portait que sur les rémunérations « versées » et non sur les rémunérations simplement promises par la société, ce qui excluait les indemnités de départ[696]. Par ailleurs, le texte ne visait que les rémunérations reçues par les dirigeants de la part des sociétés dirigées ou contrôlées, à l'exclusion des rémunérations versées par la société contrôlant celle dans laquelle les dirigeants exerçaient leur mandat. La portée du texte posait ainsi le problème de la collecte des informations sur la rémunération dans le cas des groupes[697].

---

[695] H. LE NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 185, p. 859 : « *La nouvelle norme était peu respectée des sociétés dont les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé. Incompréhension ? Certainement, pour des entrepreneurs dont le niveau de rémunération ne traduit pas une « valeur de marché » mais la rémunération attendue d'un travail de terrain, dans une société dont ils sont, le plus souvent du moins, les créateurs et les seuls actionnaires. [….] Ensuite, la transparence, en ce domaine, n'avait de raison d'être que si le marché pouvait en dégager un enseignement quelconque* ». V. également, H. LE NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques intéressant le droit des sociétés », *LPA* 6 juillet 2001, n° 134, p. 4 ; P.-H. CONAC, « La distinction des sociétés cotées et non cotées », *Rev. sociétés* 2005, p. 67.

[696] Sur la question des avantages qui ne se matérialisent pas par un versement : Rép. min. n° 3574 et 4450 : *JOAN* Q 3 avril 1969, p. 868 et 870 : « *Les termes 'rémunérations versées' ne paraissent pas justifier que soient écartés certains avantages (en nature par exemple) bénéficiant aux dirigeants* » ; Selon le professeur Alain VIANDIER, l'obligation vise les avantages « versés » au sens large, c'est-à-dire éventuellement attribués, y compris en nature, à l'exclusion de tout autre avantage : A. VIANDIER, A. CHARVÉRIAT, *Société et loi NRE : Mode d'emploi après 1an d'application*, 2e éd., Levallois : Francis Lefebvre, 2002, p. 96 ; *Contra*, Rapport de E. BESSON du 6 avril 2000 sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques, *AN*, n° 2327, p. 262.

[697] Sur ce point : Rapport de E. BESSON, *op. cit.*, p. 265 : « *Cette rédaction soulève le problème de la manière dont les informations recherchées seront collectées. À la différence des rémunérations et avantages qu'elle verse elle-même à ses mandataires, la société mère n'a pas un accès direct aux rémunérations et avantages dont ceux-ci peuvent bénéficier en siégeant dans les organes des sociétés contrôlées. Il est donc clair que la consolidation proposée ne pourra être obtenue que par un dispositif de déclaration personnelle des mandataires dont il appartiendra au conseil d'administration ou au directoire, responsables devant les actionnaires de l'exactitude des informations qu'ils leur apportent, de garantir la fiabilité* » ; A. SOBCZAK, « L'obligation de publier des informations sociales et environnementales dans le rapport annuel de gestion : une lecture critique de la loi NRE et de son décret d'application », *JCP* E 2003, n° 14, 542, p. 598, spéc. n° 18.

188. Après la loi NRE, la transparence de la rémunération des dirigeants a connu un mouvement de « *flux et de reflux* »[698] caractérisé, d'un côté, par une croissance des obligations d'information, et de l'autre, par une limitation des exigences aux seules sociétés cotées. Ainsi, la loi de sécurité financière du 1er août 2003[699] est venue étendre le périmètre des informations à donner pour inclure les rémunérations reçues par les mandataires sociaux non seulement de la société qu'ils dirigent ou des sociétés contrôlées par celle-ci, mais aussi de la société contrôlant, au sens de l'article L. 233-16 du Code de commerce, la société dans laquelle le mandat est exercé[700]. Par ailleurs, le champ d'application de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce a été restreint aux seules sociétés anonymes dont les titres sont admis sur un marché réglementé, étant toutefois précisé que les rémunérations et avantages de toute nature versés à chaque mandataire social dans les filiales non cotées de sociétés cotées sont restés soumis à l'obligation d'information. Cette restriction a été largement saluée par la doctrine[701], bien que certains y aient vu un « *retour en arrière* »[702].

Le législateur a renforcé sa position avec l'ordonnance du 24 juin 2004[703] qui a exonéré de toute obligation d'information l'ensemble des mandataires sociaux ne détenant aucun mandat dans une société cotée[704]. Cette ordonnance a pourtant contribué, en même temps, au mouvement du flux de transparence en étendant l'obligation de publicité aux attributions de

---

[698] V. JAMET, « La transparence, la confiance et la modernisation de l'économie, retour sur un étrange combinat alchimique : ' l'entre-deux' et le ' tout ou rien' », *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 40, p. 137.

[699] Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, *JORF* du 2 août 2003, n° 177, p. 13220.

[700] A. COURET, « Les dispositions de la loi sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *JCP* E 2003, n° 37, 1290, p. 20 ; I. URBAIN-PARLEANI, « Les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers les actionnaires », *Rev. sociétés* 2003, p. 779 ; F.-X. LUCAS, « Loi de sécurité financière, corporate governance ou poudre aux yeux », *Dr et patrimoine*, janvier 2004, p. 54.

[701] Rapport pour avis de P. HOUILLON, du 8 avril 2003 sur le projet de loi de sécurité financière, *AN*, n° 772, II, p. 130 : « *Le présent article a l'immense mérite d'en revenir à une conception saine de la transparence, conforme aux objectifs de la gouvernance d'entreprise, non pas une transparence idéologique, fondée sur la manipulation du ressentiment et la mise en opposition d'une fraction du peuple français contre d'autres, mais une transparence utile et informative* » ; H. LE NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *art. préc.*, p. 859 ; D. ROBINE, A-D. MERVILLE, « Les apports de la loi de sécurité financière au droit des sociétés : histoire d'un toilettage législatif », *LPA* 14 novembre 2003, n° 228, p. 69 ; C. CHAMPAUD, D. DANET, « Droit de sociétés et technique de communication à distance. Loi « Breton », pour « la confiance et la modernisation de l'économie ». Délibération des organes sociaux. Visioconférence », *RTD com.* 2005, p. 747.

[702] H. BOISSEL DOMBREVAL, « Le droit d'information des actionnaires des sociétés non cotées après les réformes récentes », *Gaz. Pal.* 27 mai 2004, n° 148, p. 34 : « *Le retour en arrière opéré sur ce point par la loi de sécurité financière peut être regretté. En effet, même si le besoin d'information est peut-être plus fortement ressenti, voire exigé, par les investisseurs institutionnels opérant sur les sociétés cotées, on comprend difficilement pourquoi les actionnaires de sociétés non cotées sont privés de cette information, dont la préparation ne semblait pas constituer une charge indue pour les sociétés. Au contraire, il s'agit pour les actionnaires d'un critère essentiel d'appréciation de la gestion de leurs dirigeants* ».

[703] Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale, *JORF* du 26 juin 2004, n° 147, p. 11612.

[704] P. LE CANNU, « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 : généralités », *RTD com.* 2004, p. 530.

titres de capital, de titres de créances ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances des sociétés, soit contrôlées majoritairement par la société émettrice, soit qui contrôlent majoritairement la société émettrice, qu'il s'agisse d'actions de préférence, ou de valeurs mobilières complexes[705].

189. Malgré cette extension, les informations fournies dans le rapport de gestion ont encore été jugées insuffisantes et imprécises[706], notamment en matière d'indemnité de départ et de prime de bienvenue, car la majorité des sociétés omettait de signaler ces primes ou n'en donnait que des indications globales[707]. L'émoi suscité par l'octroi d'une indemnité de départ d'un montant considérable au président du conseil d'administration de la société Carrefour à l'occasion de son départ[708] a précipité le débat parlementaire sur la nécessité de préciser l'information transmise aux actionnaires, et a ainsi conduit à imposer une nouvelle obligation informative[709]. L'article L. 225-102-1 du Code de commerce a donc été modifié à nouveau par l'article 9 de la loi du 26 juillet 2005, dite loi Breton[710]. Le rapport de gestion doit désormais décrire « *en les distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis* ». Doivent également être indiqués dans le rapport *« les engagements de toutes natures, pris par la société au bénéfice de ses mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de ces fonctions ou postérieurement à celles-ci* ». Ainsi, l'obligation d'information est devenue très détaillée et précise, et non plus globale, et

---

[705] C. com. art. L. 225-102-1 : « *Le rapport visé à l'article L. 225-102 rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social, y compris sous forme d'attribution de titres de capital, de titres de créances ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances de la société ou des sociétés mentionnées aux articles L. 228-13 et L. 228-93.*
Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 ou de la société qui contrôle, au sens du même article, la société dans laquelle le mandat est exercé ».

[706] Rapport d'information de P. CLÉMENT du 2 décembre 2003 sur la réforme du droit des sociétés, *AN*, n° 1270, p. 37 et s.

[707] Rapport pour avis de F-N. BUFFET sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, *AN*, n° 437, p. 34.

[708] « Les indemnités de l'ex-PDG de Carrefour obligent l'État à réagir », *La Tribune*, 25 avril 2005, disponible sur http://www.latribune.fr/journal/archives/entreprises/services/200504256brqtk/les-indemnites-de-lex-pdg-de carrefour-obligent-letat-a-reagir.html.

[709] Rapport de G. CARREZ du 25 mai 2005 sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, *AN*, n° 2342, p. 12 : « *Face à l'émotion légitime provoquée par un cas particulier récent, le Gouvernement, en accord avec la commission des Lois et son Président, a voulu réagir rapidement et réaffirmer le rôle des actionnaires en la matière* ».

[710] Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, *JORF* du 27 juillet 2005, n° 173, p. 12160.

les informations relatives à la rémunération des dirigeants devant figurer dans le rapport de gestion se sont, une fois de plus, trouvées étendues[711].

190. Certes, l'évolution du contenu du rapport de gestion s'inscrit dans le souci de transparence et de restauration de la confiance. Cependant, cette densification de l'information ne constituerait-elle pas un « *excès de transparence* »[712]? Ne serait-elle pas contre-productive, notamment parce que la révélation des émoluments des dirigeants a été l'occasion pour ceux-ci de se comparer et de se situer les uns par rapport aux autres[713]?

Par ailleurs, la portée du texte pose un problème dans le cas des groupes de sociétés. En effet, l'expression « *rend compte* », utilisée dans le premier alinéa de l'article L. 225-102-1, laisse envisager une information détaillée et non une simple indication des montants concernés[714]. Néanmoins, concernant les rémunérations et avantages reçus dans les sociétés contrôlées ou contrôlantes, l'alinéa 2 du même article prévoit que le rapport de gestion se contente de les « *indiquer* ». Cette formule apparaît moins contraignante et reflète la difficulté d'obtenir les justifications des informations requises dans les groupes[715]. Une autre question se pose aussi en matière de groupe de sociétés lorsque la société mère est une société étrangère. Les rémunérations et les avantages versés par cette société à sa filiale française doivent-ils être indiqués dans le rapport de gestion ? Une réponse ministérielle a estimé que les termes « *toute société* » doivent s'entendre de la façon la plus large et ne pas être réservés aux seules sociétés anonymes de droit français, l'article L. 225-102-1 n'opérant aucune

---

[711] B. SAINTOURENS, « Les réformes du droit des sociétés par les lois du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises », *Rev. sociétés* 2005, p. 527.

[712] C. MALECKI, « La loi Breton et les rémunérations des dirigeants sociaux : le long chemin vers la transparence », *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 263, p. 1194. Pour certaines sociétés cotées sur un marché réglementé tel que Euronext E, le coût de la transparence et les contraintes informatives imposées aux sociétés peuvent les inciter à procéder à un transfert vers d'autres marchés comme Alternext : É. BLARY-CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL, « Le transfert d'Euronext vers Alternext, la transparence au cœur du débat », *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 46, p. 348.

[713] I. TCHOTOURIAN, « La transparence au service de l'éthique ? Les évolutions juridiques françaises et canadiennes en matière de rémunération des dirigeants de sociétés cotées », *Revue internationale de psychosociologie* 2008/33, vol. XIV, p. 175. Selon l'auteur, l'inflation des rémunérations des dirigeants en France et au Canada met en exergue que la transparence n'amène pas systématiquement l'éthique ; J. CRAIGHEAD, M. MAGNAN, L. THORNE, « The impact of mandated disclosure on performance-based CEO compensation », *Contemporary Accounting Research* 2004, vol. 21, n° 2, p. 1.

[714] Rapport de E. BESSON, *op. cit.*, p. 263 : « *Le recours à la notion de compte rendu ouvre la possibilité d'expliquer dans le rapport de gestion la politique de détermination des rémunérations, notamment en précisant les principes qui président à la répartition entre fractions fixes et fractions variables, à la détermination de l'assiette des parties variables et à la fixation des règles d'attribution des bonus et des primes* ».

[715] M. TELLER, *L'information communiquée par les sociétés cotées : analyse juridique d'une mutation*, Thèse, Nice, 2007, p. 148.

distinction selon les formes de sociétés ou leurs nationalités[716]. Il faut cependant s'interroger sur la portée obligatoire de ce texte pour les sociétés non soumises au droit français[717].

De même, les sociétés cotées sont, une fois encore, seules concernées par l'obligation d'information introduite par la loi Breton. Cela s'explique, pour certains, par le fait que la transparence n'est pas adaptée aux sociétés non cotées dans lesquelles les logiques dominantes d'investissement anonyme de marché ne sont pas opérantes[718]. Pour d'autres, rien ne fonde, ni économiquement ni juridiquement, la dissimulation aux actionnaires d'une société non cotée des sommes versées par celle-ci à ses mandataires sociaux[719]. Il est donc possible de s'interroger sur la raison de l'exclusion des sociétés non cotées du champ d'application de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce. Une telle information n'intéresserait-elle pas les actionnaires des sociétés fermées ? Une rémunération excessive accordée à un dirigeant d'une société non cotée ne pourrait-elle pas choquer l'opinion publique, alors que la transparence s'inscrit dans un mouvement général de moralisation des affaires ? Ou bien cette restriction du champ d'application de l'obligation informative conduirait-elle à relativiser le lien que nouent la transparence et la morale des affaires[720] ? En réalité, cette exclusion, comme l'explique un auteur, « *traduit les errements que le culte voué à la transparence peut engendrer* »[721].

191. Les informations sur la rémunération totale et les avantages de toute nature attribués aux dirigeants sont complétées par les informations sur les options de souscription ou d'achat d'actions et sur l'attribution gratuite d'actions.

---

[716] Rép. min. n° 1347 : *JOAN Q* 7 novembre 2002, p. 2664.

[717] M. TELLER, *L'information communiquée par les sociétés cotées : analyse juridique d'une mutation*, *op. cit.*, p. 150.

[718] Pour une critique globale de l'inadaptation des exigences de transparence aux sociétés non cotées : C. CHAMPAUD, D. DANET, « Gouvernance, transparence et *tutti quanti* », *RTD com.* 2008, p. 117 ; Sur les spécificités du régime de la cotation : M. TELLER, « L'information des sociétés cotées et non cotées : une évolution certaine, de nouveaux risques probables », *RTD com.* 2007, p. 17.

[719] B. DONDERO, « Pour une transparence ponctuelle de la rémunération des mandataires sociaux des sociétés anonymes non cotées », *in* « Chronique de droit financier n° IV (2e partie) », *LPA* 27 avril 2004, n° 84, p. 6 ; H. BOISSEL DOMBREVAL, « Le droit d'information des actionnaires des sociétés non cotées après les réformes récentes », *art. préc.*, p. 34.

[720] J.-C. DUHAMEL, *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, Thèse, Lille II, 2011, p. 281.

[721] J.-B. POULLE, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA* 21 janvier 2009, n° 15, p. 6, spéc. p. 14.

b) Les informations sur les stock-options et les actions gratuites

192. L'attribution des stock-options et des actions gratuites permet aux dirigeants d'accéder au capital de la société et présente un risque de dilution du patrimoine des actionnaires. C'est la raison pour laquelle cette attribution nécessite l'autorisation de l'assemblée générale[722]. Cependant, l'information des actionnaires est assurée non seulement au moment de la décision d'autorisation de l'assemblée **(1)** mais également au moment de l'attribution des actions à leurs bénéficiaires **(2)**.

1. L'information transmise aux actionnaires au moment de l'autorisation de l'attribution

193. Aux termes des articles L. 225-177 et L. 225-197-1 du Code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour autoriser le conseil d'administration ou le directoire à procéder à une attribution d'options ou d'actions au profit des dirigeants de la société. Même lorsque l'opération ne porte que sur des options d'achat ou sur des actions existantes, qui appartiennent déjà à la société, et dont l'exercice n'entraîne aucune modification du capital ou du statut, la compétence reste réservée à l'assemblée générale extraordinaire. La raison en est que celle-ci dans la majorité des cas, est appelée à donner son autorisation sur l'octroi des deux types d'options en même temps[723].

194. Les procédures applicables pour l'attribution des stock-options ou des actions gratuites suivent un déroulement identique[724]. Les actionnaires doivent, tout d'abord, être informés des conditions dans lesquelles les options ou les actions seront consenties. L'information est assurée moyennant deux rapports distincts. Le premier rapport est fourni par le conseil d'administration ou le directoire qui doit, en cas d'attribution de stock-options, indiquer selon l'article R. 225-144, alinéa 1er, du Code de commerce « *les motifs de l'ouverture des options de souscription ou d'achat d'actions ainsi que les modalités proposées pour la fixation du prix de souscription ou d'achat* ». Un rapport de même type doit être établi en cas d'attribution gratuite d'actions pour permettre aux actionnaires de

[722] F.-M. LAPARDE, « La rémunération des dirigeants sociaux au travers d'instruments financiers », *Bull. Joly Sociétés* 2008, §117, p. 542.
[723] S. SCHILLER, A.-S. KERFANT, J.-F. MANDELBAUM, « Stock-options et actions gratuites : comparaison des régimes juridiques, fiscaux, sociaux et comptables », *art. préc.*, p. 13.
[724] Y. SEXER, « Aspects pratiques des attributions d'actions gratuites », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 137, p. 642 ; G. OLIVIER, « Attribution gratuite d'actions : focus sur quelques difficultés d'application », *Gaz. Pal.* 6 septembre 2008, n° 250, p. 2.

statuer sur l'opportunité de cette attribution[725]. L'information est complétée par un rapport spécial du commissaire aux comptes, dans lequel il donne son avis sur « *les modalités proposées pour la fixation du prix de souscription ou d'achat* »[726]. Ensuite, l'assemblée générale extraordinaire se réunit pour décider de l'autorisation au conseil d'administration, ou au directoire, de procéder à une attribution d'options ou d'actions au profit des mandataires sociaux. L'assemblée doit fixer les modalités d'attribution en général et le délai pendant lequel les options doivent être exercées[727]. En matière d'actions gratuites, il revient aux actionnaires de se prononcer sur le pourcentage maximum du capital social pouvant être attribué, ainsi que sur la durée minimale de la période d'acquisition et de conservation[728]. Dans tous les cas, l'assemblée générale fixe la durée de la validité de l'autorisation donnée au conseil. Cette durée a été ramenée par la loi NRE de cinq ans à trente-huit mois pour garantir plus de transparence[729].

195. En revanche, l'assemblée générale n'est tenue de déterminer avec précision ni l'identité des bénéficiaires ni le nombre des titres qui seront consentis. En matière de stock-options, l'article R. 225-144 énonce en effet que « *les noms des bénéficiaires éventuels des options et le nombre des titres sur lesquels portent ces options peuvent ne pas être précisés* ». Cette disposition a fait l'objet d'un grand débat puisqu'elle n'établit pas si les sociétés doivent rendre publique la liste nominative des personnes qui se seraient vues attribuer des options, ou s'il suffit de communiquer une information générique à l'assemblée générale, mentionnant simplement les différentes catégories de salariés ou de dirigeants qui auraient bénéficié de ces options[730]. Si l'imprécision du texte peut être expliquée par le fait que les noms des bénéficiaires peuvent, au moment de l'autorisation, ne pas encore être connus, à l'inverse, une certaine logique pourrait amener à penser qu'à partir du moment où ces noms sont connus, ils doivent être communiqués à l'assemblée[731]. Néanmoins, le maintien de la possibilité de ne pas préciser les noms est regrettable puisqu'il permet de laisser la détermination des bénéficiaires à la discrétion du conseil d'administration, ou du directoire.

---

[725] C. com. art. L. 225-197-1.
[726] C. com. art. R. 225-144, al. 2.
[727] C. com. art. L. 225-183.
[728] C. com. art. L. 225-197-1, al. 2 et 7.
[729] C. com. art. L. 225-177 pour les stock-options, et C. com. art. L. 225-197-1, al. 3 pour les actions gratuites.
[730] B. DOMINIQUE, « La loi relative aux nouvelles régulations économiques. Aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 149, p. 553.
[731] H. LE NABASQUE, « La loi oblige-t-elle à révéler le nom des bénéficiaires des stock-options ?, *JCP* E 2000, n° 4, p. 116.

Concernant l'attribution gratuite d'actions, la règle est plus stricte encore, puisque, l'assemblée ne peut en aucun cas en déterminer nominativement les bénéficiaires. L'article L. 225-197-1 du Code de commerce prévoit que l'assemblée générale extraordinaire peut soit viser l'ensemble du personnel salarié de la société, soit définir une ou plusieurs catégories de bénéficiaires, selon des critères généraux, mais c'est au conseil d'administration, ou au directoire, qu'il revient le soin de préciser l'identité des bénéficiaires de l'autorisation accordée. Cette absence d'information nominative ne permet pas aux actionnaires d'exercer un contrôle de l'identité du dirigeant bénéficiaire.

196. En réalité, le législateur a laissé l'essentiel du dispositif d'attribution d'options ou d'actions entre les mains des organes d'administration. L'organe délibératif suit le plus souvent le rapport du conseil d'administration, ou du directoire, qui est investi d'un « *rôle clé* »[732] bien supérieur à celui de l'assemblée générale[733]. Celle-ci ne peut pas imposer des conditions aux organes d'administration pour l'attribution d'options ou des actions. Elle n'a pas non plus le pouvoir d'offrir directement des options ou des actions ou d'en identifier les bénéficiaires. Cela marque l'absence de contrôle effectif des actionnaires sur l'une des sources majeures de rémunération des dirigeants, et confirme l'influence que les dirigeants peuvent exercer sur la décision de l'octroi de la rémunération.

197. Ainsi, afin de renforcer la transparence et d'améliorer l'information des actionnaires, le législateur a exigé que des rapports spéciaux soient fournis annuellement sur l'évolution des plans d'options ou d'attribution gratuite d'actions.

2. L'information annuelle

198. Dans l'objectif d'établir une transparence continue sur l'entier processus d'attribution et de levée des options, la loi NRE a imposé qu'un rapport spécial soit établi annuellement par le conseil d'administration, ou le directoire, pour informer l'assemblée générale ordinaire des opérations réalisées en vertu du régime légal des stock-options. Ce rapport doit, conformément à l'article L. 225-184 du Code de commerce, rendre compte « *du nombre, des dates d'échéance et du prix des options de souscription ou d'achat d'actions qui, durant l'année et à raison des mandats et fonctions exercés dans la société, ont*

[732] J.-P. DOM, « L'attribution gratuite d'actions », *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 35, p. 187.
[733] F. BASDEVANT, F. MARTIN LAPRADE, « L'attribution gratuite d'actions », *art. préc.*, p. 10.

été consenties à chacun de ces mandataires par la société et par celles qui lui sont liées dans les conditions prévues à l'article L. 225-180 ;
- du nombre, des dates d'échéance et du prix des options de souscription ou d'achat d'actions qui ont été consenties durant l'année à chacun de ces mandataires, à raison des mandats et fonctions qu'ils y exercent par les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 ;
- du nombre et du prix des actions souscrites ou achetées durant l'exercice par les mandataires sociaux de la société en levant une ou plusieurs des options détenues sur les sociétés visées aux deux alinéas précédents ». La même obligation d'information est exigée concernant les salariés de la société[734]. Un rapport semblable doit être présenté en cas d'attribution gratuite d'actions pour informer l'assemblée générale ordinaire du nombre et de la valeur des actions attribuées au cours de l'exercice dont les comptes sont soumis à l'approbation de l'assemblée, aux mandataires sociaux et aux dix salariés non mandataires qui ont reçu le plus grand nombre d'actions[735]. À la différence du rapport présenté à l'assemblée générale à l'occasion de l'autorisation de l'attribution, la loi précise, en se référant explicitement aux options et aux actions consenties à chacun des mandataires, qu'il s'agit d'une information nominative[736]. Les actionnaires peuvent donc prendre connaissance de l'identité des bénéficiaires, mais après que l'attribution a été effectuée.

199. Comme le rapport spécial, le rapport général de gestion doit fournir des informations sur les stock-options et sur les actions attribuées gratuitement. Depuis l'ordonnance du 24 juin 2004, ce rapport doit viser non seulement la rémunération totale et les avantages de toute nature versés durant l'exercice à chaque mandataire social, mais aussi les avantages sous forme d'attribution de titres de capital, de titres de créances ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances de la société, de

---

[734] L'alinéa 2 de l'article L. 225-184 du Code de commerce dispose que le rapport indique également « *le nombre, le prix et les dates d'échéance des options de souscription ou d'achat d'actions consenties, durant l'année, par la société et par les sociétés ou groupements qui lui sont liés dans les conditions prévues à l'article L. 225-180, à chacun des dix salariés de la société non mandataires sociaux dont le nombre d'options ainsi consenties est le plus élevé ;*
-le nombre et le prix des actions qui, durant l'année, ont été souscrites ou achetées, en levant une ou plusieurs options détenues sur les sociétés visées à l'alinéa précédent, par chacun des dix salariés de la société non mandataires sociaux dont le nombre d'actions ainsi achetées ou souscrites est le plus élevé ». L'article 22 VII de la loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008, en faveur des revenus du travail, a ajouté que le rapport doit aussi mentionner « *le nombre, le prix et les dates d'échéance des options de souscription ou d'achat d'actions consenties, durant l'année, par les sociétés visées à l'alinéa précédent, à l'ensemble des salariés bénéficiaires ainsi que le nombre de ceux-ci et la répartition des options consenties entre les catégories de ces bénéficiaires* ».
[735] C. com. art. L. 225-197-4.
[736] J.-P. VALUET, « La réforme d'ensemble du régime des stock-options », *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 167, p. 741 ; B. DOMINIQUE, « La loi relative aux nouvelles régulations économiques. Aspects de droit des sociétés », *art. préc.*, n° 49 ; V. également, A. COURET, T. BOILLOT, « Mettre en place un plan de stock-options [après la réforme du 15 mai 2001 (loi NRE)] », *Actes prat. ing. sociétaire*, juillet-août 2001, p. 4.

la société mère ou des filiales[737]. Cette extension a mis fin aux discussions sur la possibilité d'englober les stock-options dans le cadre de l'ancien texte[738] et a renforcé la transparence en la matière[739]. La loi du 30 décembre 2006[740] a ajouté que le ledit rapport doit rendre compte de la décision du conseil d'administration, ou de surveillance, sur l'utilisation ou la conservation des actions ou des options par les dirigeants intéressés[741].

200. En outre, le législateur de 2006 a imposé une nouvelle obligation d'information qui doit figurer dans le rapport du président du conseil d'administration, ou du conseil de surveillance, relatif au contrôle interne. Les articles L. 225-37, alinéa 7, et L. 225-68, alinéa 7, du Code de commerce disposent que ce rapport doit désormais présenter « *les principes et les règles arrêtés par le conseil d'administration pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux* ». Cette mesure s'applique aux stock-options et aux actions gratuites[742].

201. Il convient de souligner enfin que l'obligation d'information s'applique également aux attributions des stock-options et des actions gratuites au sein du groupe, à condition que les actions de la société qui procède à l'attribution soient admises aux négociations sur un marché réglementé[743]. En effet, le rapport spécial doit comporter une information sur les options et les actions consenties à ses mandataires sociaux par la société administrée et par les sociétés liées. Seule la société qui octroie des options ou des actions est tenue d'établir le rapport spécial. Les sociétés liées ou contrôlées dont les mandataires sociaux reçoivent des options de la société mère, à raison d'un mandat exercé chez elle, n'ont pas d'obligation d'information de leurs actionnaires. Ce principe connaît pourtant une exception en cas de société contrôlant majoritairement, directement ou indirectement, celle qui consent les options[744]. La société contrôlante est alors soumise aux mêmes dispositions que celle qui attribue des options ou des actions, et doit ainsi présenter à l'assemblée générale ordinaire, un rapport spécial sur les options et les actions consenties aux bénéficiaires des sociétés

[737] C. com. art. L. 225-102-1, al. 1.
[738] V. MARTINEAU-BOURGNINAUD, « Le mythe de la transparence en droit des sociétés : Réflexions sur les stock-options accordées aux mandataires sociaux », *D.* 2004, p. 862.
[739] A. LIENHARD, « Présentation de l'ordonnance réformant les valeurs mobilières », *D.* 2004, p. 1956.
[740] Loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social, *JORF* du 31 décembre 2006, n° 303, p. 20210.
[741] C. com. art. L. 225-197-1, II, al. 4 concernant l'attribution gratuite d'actions, et C. com. art. L. 225-185, al. 4 et 5, concernant les stock-options.
[742] Article n° 62, V de la loi du 30 décembre 2006.
[743] C. com. art. L. 225-185, al. 5, et C. com. art. L. 225-197-1, II, al. 2.
[744] C. com. art. L. 225-180, II, et C. com. art. L. 225-197-5.

contrôlées qui ont octroyé les options, même si elle n'a elle-même rien octroyé à ses propres mandataires sociaux[745].

202. Sans doute, la multiplication des rapports sur les rémunérations en général, et sur les stock-options et les actions gratuites en particulier a renforcé la transparence de ces rémunérations vis-à-vis des actionnaires. Reste que des incertitudes subsistent sur la capacité des actionnaires à comprendre et à analyser toutes les informations communiquées[746], ainsi que sur les pouvoirs dont ils disposent sur l'attribution de ces rémunérations, notamment parce qu'ils ne sont précisément informés qu'*a posteriori*. Mais l'assemblée générale n'est pas seule visée par l'obligation d'information. Celle-ci s'applique au-delà des limites de la société pour atteindre le marché en général.

§ 2. LES INFORMATIONS À DESTINATION DU MARCHÉ

203. L'actionnaire n'est pas le seul destinataire de l'information relative à la rémunération des dirigeants. L'ensemble du marché doit aussi pouvoir connaître toute information susceptible d'avoir un impact sur le cours des titres des sociétés anonymes cotées. L'information à destination du marché vise, en général, à assurer l'efficacité opérationnelle et le bon fonctionnement de ce dernier[747]. Elle sert, en même temps, à éviter l'opacité de certaines opérations spéculatives en facilitant l'identification des opérations d'initiés[748]. C'est précisément l'objectif recherché par les exigences tenant à la publication des opérations réalisées sur les titres des dirigeants **(A)**, et à l'abstention d'effectuer des transactions sur les titres de l'émetteur pendant certaines périodes **(B)**.

A / L'obligation de publication des opérations sur titres des dirigeants

204. Du fait de sa fonction dans la société, le dirigeant a accès à des informations privilégiées qui pourraient lui permettre de maximiser ses propres intérêts sur le marché. Consciente du risque lié aux opérations d'initiés, la Commission des opérations de bourse (COB) a, dès janvier 2002, publié une recommandation dans laquelle elle préconise la mise au

[745] R. FOY, « Stock-options », *Rép. civ*. janvier 2014, n° 93 et s.
[746] V. dans ce sens, C. COLIN, S. DUJARDIN, « Stock-options et actions gratuites : trop d'information tue l'information », *Option Finance* 2014, n° 1288, p. 40.
[747] J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Paris : L.G.D.J, 2007, p. 147.
[748] Rapport de P. HOUILLON, du 8 avril 2003, *op. cit*., p. 133.

nominatif des actions de sociétés françaises détenues par leurs mandataires sociaux, la déclaration par ces derniers à leur société des opérations qu'ils effectuent sur ses titres, et la déclaration à la COB, par les sociétés, des transactions sur leurs titres déclarées par les dirigeants[749]. Quelques mois après l'adoption de cette recommandation, la directive-cadre « Abus de marché »[750] a obligé les États membres à imposer aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur d'instruments financiers, mais aussi aux personnes ayant un lien étroit avec elles, de communiquer, au moins à l'autorité compétente, les opérations effectuées pour leur compte propre et portant sur des actions dudit émetteur, ou sur des instruments financiers dérivés ou d'autres instruments financiers qui leur sont liés. Il appartient aussi aux États membres de veiller à ce que le public ait, dès que possible, aisément accès aux informations, au moins individuelles, concernant ces opérations. Ce dispositif a été complété par la directive d'application 2004/72/CE[751] qui a précisé la notion de personne ayant un lien étroit avec les dirigeants, ainsi que les opérations qu'il y a lieu de notifier[752].

205. Sous l'influence du droit anglo-saxon[753] et en conformité avec la législation européenne, la loi de finances de 2003 a inséré un nouvel article dans le Code monétaire et financier[754]. Désormais, les dirigeants doivent, aux termes de l'article L. 621-18-2,

---

[749] Recommandation n° 2002-01, 22 janvier 2002, *Bull. COB*, février 2002, n° 365, p. 17 et s ; A.-D. MERVILLE, « Transactions des dirigeants des sociétés cotées sur leurs titres », *in* « Chronique de droit financier n° I (1ère partie) », *LPA* 29 octobre 2002, n° 216, p. 4, spéc. p. 12.

[750] Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), art. 6, § 4, *JOUE* du 12 avril 2003, n° L 96, p. 16. V. sur cette directive : O. MITTELETTE, « L'obligation de déclaration des transactions des dirigeants », *Banque et droit*, septembre 2006, n° 108, p. 27 ; N. RONTCHEVSKY, « Une réaction des institutions communautaires face aux récents scandales financiers : l'adoption de la directive relative aux abus de marché », *RTD com.* 2003, p. 531.

[751] Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes, *JOUE* du 30 avril 2004, n° L 162, p. 70.

[752] L'article 6, § 3 dispose que « *la notification doit contenir les informations suivantes : a) nom de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein de l'émetteur ou, le cas échéant, le nom de la personne ayant un lien étroit avec celle-ci ; b) le motif de l'obligation de notification ; c) le nom de l'émetteur concerné ; d) la description de l'instrument financier ; e) la nature de l'opération (par exemple acquisition ou cession) ; f) la date et le lieu de l'opération ; g) le prix et le montant de l'opération* ».

[753] A.-D. MERVILLE, « L'achat et la vente de titres par les dirigeants : convergences et divergences des droits français et anglo-saxons », *in Mélanges AEDBF IV*, 4e éd., Paris : Revue Banque, 2004, p. 241 ; D. HURSTEL, J. MOUGEL, « La loi Sarbanes-Oxley doit-elle inspirer une réforme du gouvernement d'entreprise en France ? », *Rev. sociétés* 2003, p. 13.

[754] A. LIENHARD, « Loi de sécurité financière : quoi de neuf pour les sociétés ? », *D.* 2003, p. 1996 ; M. BOIZARD, « Les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers le marché », *Rev. sociétés* 2003, p. 795 ; A. MARRAUD DES GROTTES, « Les dirigeants, le management, et leur entourage sous surveillance », *Dr et patrimoine*, mars 2006, p. 54.

communiquer à l'autorité des marchés financiers (AMF)[755] « *les acquisitions, cessions, souscriptions ou échanges d'actions d'une société ainsi que les transactions opérées sur des instruments financiers qui leur sont liés* ». L'AMF a précisé que l'obligation déclarative s'applique à toute souscription d'actions dans le cadre d'une augmentation de capital ainsi qu'aux souscriptions et aux achats par l'exercice d'options de souscription ou d'achat d'actions. Sont, en conséquence, concernées les levées de stock-options, la vente de titres provenant de l'exercice des stock-options, et les cessions d'actions gratuites. En revanche, l'attribution de stock-options ou d'actions gratuites ne fait pas l'objet d'une déclaration[756]. L'obligation de déclarer les opérations sur titre des dirigeants s'ajoute à l'obligation générale pour tout émetteur de porter à la connaissance du public, dès que possible, toute information privilégiée[757], ainsi qu'à l'obligation pour les sociétés de produire une information annuelle, semestrielle et trimestrielle[758].

Dans sa rédaction d'origine, l'article L. 621-18-2 du Code monétaire et financier avait mis l'obligation déclarative à la charge de la société émettrice des titres sur lesquels portaient les opérations à déclarer. Cette disposition était contestable parce qu'elle permettait aux

---

[755] L'autorité des marchés financiers (AMF) est née en 2003 de la fusion de la Commission des opérations de bourse (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF). J.-J. DAIGRE, « La création de l'autorité des marchés financier », *Rev. sociétés* 2003, p. 823.

[756] Pour une liste de toutes les opérations concernées et les opérations exclues : Position AMF n° 2006-14, « Questions – réponses sur les obligations de déclaration des opérations réalisées par les dirigeants, leurs proches et les personnes assimilées », 8 juillet 2013, p. 4 et s.

[757] Régl. gén. AMF. art. 223-2. Rappelons qu'une information privilégiée, selon l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.

[758] C. mon. fin. art. L. 451-1-2, et Régl. gén. AMF. art. 222-1 et s. Contrairement au rapport financier annuel et au rapport semestriel, l'information financière trimestrielle ne fait l'objet d'aucune précision par le règlement général de l'AMF. L'article L. 451-1-2, IV prévoit que l'information trimestrielle comprend « *une explication des opérations et événements importants qui ont eu lieu pendant la période considérée et une explication de leur incidence sur la situation financière de l'émetteur et des entités qu'il contrôle* ». Il y a donc lieu de se demander si l'information sur la rémunération des dirigeants peut être concernée par cette obligation. L'AMF a souligné, dans une étude réalisée en 2007, qu'il ressort de l'échantillon étudié, que les informations le plus souvent fournies sont de nature conjoncturelle (conditions de marché, relais de croissance), stratégique (acquisitions, cessions et associations) et économique (évolution du portefeuille produit, investissements significatifs, évolution de la structure de financement), Position AMF n° 2008-21, « Étude portant sur l'information financière publiée au titre du 3ème trimestre 2007 », 7 avril 2008. Dans un document intitulé « Principes de communication et éléments à publier en matière d'information trimestrielle », publié le 31 mai 2006 par l'AFEP, le MEDEF, le CLIF, l'ANSA, MiddleNext et la SFAF, et auquel l'AMF a renvoyé les émetteurs dans son communiqué du 22 janvier 2007 consacré à la transposition de la directive Transparence, il a été précisé que les « *opérations et événements importants* » doivent s'entendre strictement au sens de l'information permanente visée par le règlement général de l'AMF, ce qui implique de reprendre dans le cadre de l'information trimestrielle, la description d'événements de la période considérée qui ont déjà fait l'objet d'une communication à ce titre. Les représentants des entreprises ainsi que les analystes financiers ont estimé que cette publication ne peut être opérée qu'à l'initiative de l'émetteur, en fonction de ses caractéristiques propres et de sa politique de communication financière.

dirigeants d'échapper à la responsabilité, notamment en cas d'opérations réalisées par des personnes entretenant un lien étroit avec eux. La société pouvait en effet légitimement ne pas avoir connaissance de ces opérations si elles ne lui avaient pas été déclarées par le dirigeant. Celui-ci n'était pas tenu responsable en cas de défaut de déclaration, l'obligation étant exclusivement celle de la société[759]. Cette situation a été modifiée par la loi du 20 juillet 2005[760] qui a fait peser l'obligation de déclaration sur les personnes intéressées et non plus sur la société émettrice[761]. Par ailleurs, l'article L. 621-18-4 du Code monétaire et financier et l'article 223-27 du règlement général de l'autorité des marchés financiers mettent à la charge de la société l'obligation d'établir, de mettre à jour et de communiquer à l'AMF une liste de personnes travaillant en son sein et ayant accès aux informations privilégiées[762]. Ainsi, les dirigeants se trouvent assujettis à l'obligation de déclaration auprès de l'AMF des acquisitions, cessions, souscriptions ou échanges d'actions qu'ils réalisent. Cette déclaration se fait par voie électronique, dans un délai de cinq jours de négociation suivant la réalisation des opérations[763]. L'information est ensuite transmise au public via le site internet de l'AMF[764]. L'assemblée générale doit aussi être informée à travers le rapport annuel de gestion[765].

---

[759] D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3e éd., Paris : Litec, 2008, p. 343.

[760] Loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, *JORF* du 21 juillet 2005, n° 168, p. 11835.

[761] Pour se conformer parfaitement aux prescriptions des directives européennes, la loi du 20 juillet 2005 a élargi le champ *ratione personae* de l'obligation déclarative en l'imposant aux dirigeants, ainsi qu'à toute autre personne disposant du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution et la stratégie de l'émetteur et qui a un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement cet émetteur. C. mon. fin. art. L. 621-18-2, al. 1, *b)* ; F. BUCHER, « De quelques aspects de droit boursier issus de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite loi Breton, et de la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005, Loi n° 2005-842 et Loi n° 2005-811 : aspects boursiers », *Bull. Joly Bourse* 2005, § 173, p. 687. La loi de 2012 a modifié l'article 621-18-2 du Code monétaire et financier en disposant que l'obligation de déclaration s'applique aussi « *aux transactions portant sur les actions et les instruments financiers qui leur sont liés, de toute société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et ayant son siège statutaire en France ou ayant son siège statutaire hors de l'Espace économique européen et relevant de la compétence de l'Autorité des marchés financiers pour le contrôle du respect de l'obligation d'information prévue au I de l'article L. 412-1* » : Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives, *JORF* du 23 mars 2012, n° 0071, p. 5226.

[762] A. COURET, « Liste des personnes ayant accès à des informations privilégiées », *RD bancaire et fin.* 2006, n° 1, p. 45 ; H. LETRÉGUILLY, « La liste d'initiés, dernière pièce du dispositif de prévention des opérations d'initiés », *RTDF* 2006, n° 2, p. 28 ; T. BONNEAU, « Établissement des listes d'initiés : les débiteurs de l'obligation », *RTDF* 2006, n° 2, p. 33.

[763] Régl. gén. AMF. art. 223-22, al. 1.

[764] Régl. gén. AMF. art. 223-22, al. 2.

[765] Régl. gén. AMF. art. 223-26 : « *Le rapport mentionné à l'article L. 225-100 du code de commerce présente un état récapitulatif des opérations mentionnées à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier réalisées au cours du dernier exercice* »

206. Cette mesure permet effectivement de prévenir les opérations d'initiés et d'améliorer la transparence de certaines rémunérations des dirigeants vis-à-vis des marchés. Il peut cependant être constaté que l'information n'est transmise au marché qu'après la réalisation des opérations. Le Code monétaire et financier et le règlement général de l'AMF ne font en effet aucune référence à l'obligation et aux délais qui s'attachent à la première étape de transmission de l'information entre le dirigeant et la société qu'il dirige. Il a ainsi été proposé, en ce sens, que l'obligation de déclaration *ex post* soit complétée par une autre *ex ante*. En vertu de cette obligation, les dirigeants seraient tenus de communiquer à l'AMF leurs opérations avant de les réaliser pour permettre au marché d'en prendre connaissance *a priori* et de réagir, s'il y a lieu, avant la transaction[766]. Une telle déclaration renforcerait l'information destinée au marché et s'inscrirait parfaitement dans le mouvement de transparence relative à la prévention des opérations d'initiés.

207. Dans tous les cas, l'obligation de déclaration ne dispense évidemment pas les dirigeants de l'obligation de s'abstenir de toute opération sur les titres de la société qui serait motivée par une information privilégiée, et de respecter les « fenêtres négatives » imposées par la loi.

B / L'obligation d'abstention : le mécanisme des « fenêtres négatives »

208. La prévention du comportement d'initié consiste, en plus de l'obligation de publier les opérations sur titres des dirigeants, en une obligation d'abstention. Aux termes de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, les dirigeants, ainsi que les personnes disposant d'informations privilégiées à l'occasion de l'exercice de leurs fonctions, ne peuvent réaliser, sur le marché, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance des informations en cause. Cette obligation trouve une application spécifique en matière de stock-options et d'actions gratuites. En effet, afin de prévenir la réalisation d'un délit ou d'un manquement d'initiés par l'utilisation d'informations privilégiées lors de l'attribution des stock-options ou de la cession des actions gratuites, la loi a instauré un système dit de

[766] A. FAUCHON, T. PHILIPPON, « La déclaration préalable : pour une prévention efficace du délit d'initié », *Bull. Joly Bourse* 2008, § 29, p. 258.

« fenêtres négatives » consistant à interdire aux dirigeants de réaliser des transactions sur les titres de la société pendant certaines périodes jugées critiques[767].

La mise en place du mécanisme de fenêtres négatives relève plutôt de l'objectif de moralisation que de celui de transparence, mais elle a sa place à ce stade de la démonstration puisqu'elle concerne l'utilisation de certaines informations susceptibles d'exercer une influence sur le marché et conduisent, par là-même, à enrichir les dirigeants de manière excessive. Ainsi, selon l'article L. 225-177, alinéa 5 du Code de commerce, les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé doivent s'abstenir d'attribuer des stock-options « *1° Dans le délai de dix séances de bourse précédant et suivant la date à laquelle les comptes consolidés, ou à défaut les comptes annuels, sont rendus publics ; 2° Dans le délai compris entre la date à laquelle les organes sociaux de la société ont connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence significative sur le cours des titres de la société, et la date postérieure de dix séances de bourse à celle où cette information est rendue publique* ». Les mêmes interdictions s'appliquent à la cession des actions gratuites à l'issue de la durée de conservation fixée, mais non à leur attribution[768]. La loi ne précise cependant pas la sanction en cas de violation de ces obligations[769].

En revanche, aucune fenêtre négative n'est prévue pour la levée des options ou pour la cession des actions ainsi attribuées, alors que le manquement d'initié n'est pas inimaginable au moment de la levée de l'option[770]. Les fenêtres négatives instaurées par la loi n'ont ainsi pas empêché certains dirigeants de tirer des profits illégitimes à travers l'exercice des options accordées par leurs sociétés comme en témoigne l'affaire EADS. En l'espèce, les dirigeants de la société ont profité des informations privilégiées dont ils disposaient sur la situation de la

---

[767] P. DIDIER, « Prévention des manquements d'initié, mise en place de '*safe haven*' pour les dirigeants », *Rev. sociétés* 2011, p. 66.

[768] C. com. art. L. 225-197-1, I, al. 8. Il convient de signaler que, pour ce qui concerne la cession des actions gratuites, le délai de l'obligation d'abstention est de dix séances de bourse précédant et de trois séances de bourse suivant la date à laquelle les comptes consolidés, ou à défaut les comptes annuels, sont rendus publics. Ce délai a été réduit par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives, *JORF* du 23 mars 2012, n° 0071, p. 5226. La raison de cette modification tient au fait que le délai de dix séances de bourse serait un délai trop long au regard de la fluidité de l'information sur les marchés, A. COURET, B. DONDERO, « La loi Warsmann II relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives », *in* « Aspects de droit des sociétés (1ère partie) », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 193, p. 360.

[769] M. SAMUELIAN, « Où sont les risques ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, § 212, p. 446.

[770] J.-C. DUHAMEL, *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, *thèse. préc.*, p. 403 ; V. également, J.-P. VALUET, « Options de souscription ou d'achat d'actions : Le rapport du groupe de travail présidé par M. Lévy-Lang », *Bull. Joly Bourse* 1995, § 51, p. 263.

société pour exercer leurs options et vendre ensuite leurs actions, en réalisant d'importantes plus-values, deux mois avant l'annonce de difficultés du groupe, en particulier concernant le programme aéronautique « A380 »[771]. En réaction à cette affaire[772] très médiatisée, le législateur est intervenu pour renforcer le mécanisme de « fenêtres négatives » et, par conséquent, pour mieux prévenir les comportements d'initiés[773]. Désormais, l'article L. 225-185, alinéa 4, du Code de commerce prévoit que le conseil d'administration ou de surveillance doit imposer aux dirigeants soit de s'abstenir d'exercer leurs options pendant la durée d'exercice de leurs fonctions, soit de conserver une partie des actions issues de cet exercice jusqu'à la fin de leur mandat, dans une proportion fixée par le conseil. Une obligation similaire a été imposée en matière d'attribution gratuite d'actions[774]. En limitant la liberté du dirigeant d'exercer ses options ou de céder ses actions pendant la durée de son mandat, la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants augmente. L'AMF a encouragé le recours au mécanisme de fenêtres négatives en préconisant, auprès des sociétés cotées, l'instauration de fenêtres négatives, outre celles prévues par la loi, pour interdire certaines opérations aux dirigeants pendant des périodes de temps prédéfinies[775]. C'est ainsi que de nombreuses sociétés ont mis en place des fenêtres négatives s'ajoutant à celles imposées par la loi[776].

209. L'exigence des fenêtres négatives s'associe ainsi à l'obligation de transparence relative aux opérations sur titre des dirigeants afin de bien informer le marché. L'information à destination du marché contribue en effet à la lutte contre le conflit d'intérêts qui peut assaillir le dirigeant dans l'exercice de ses fonctions, mais également au bon fonctionnement

---

[771] A. MICHEL, « L'affaire EADS : Histoire d'un fiasco », *Le Monde*, 29 octobre 2007, disponible sur http://www.lemonde.fr/economie/article/2007/10/29/l-affaire-eads-histoire-d-un-fiasco_972456_3234.html.

[772] Rapport de J.-M. DUBERNARD du 26 septembre 2006 sur le projet de loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié, *AN*, n° 3339, p. 218 : « *Le président Édouard Balladur a souligné que cet amendement a pour but d'éviter les commentaires et les polémiques ayant accompagné l'exercice récent, par des mandataires sociaux, des options de souscription d'actions dont ils étaient bénéficiaires* ».

[773] R. FOY, « Loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié du 30 décembre 2006 : Principales dispositions intéressant le droit des sociétés et la fiscalité de l'actionnariat salarié », *Rev. sociétés* 2007, p. 1.

[774] C. com. art. L. 225-197-1, II, al. 4 : « *pour les actions ainsi attribuées au président du conseil d'administration, au directeur général, aux directeurs généraux délégués, aux membres du directoire ou au gérant d'une société par actions, le conseil d'administration ou, selon le cas, le conseil de surveillance soit décide que ces actions ne peuvent être cédées par les intéressés avant la cessation de leurs fonctions, soit fixe la quantité de ces actions qu'il sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de leurs fonctions* ».

[775] Recommandation AMF n° 2010-07, « Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées », 3 novembre 2010, p. 10.

[776] J.-F. GUILLEMIN, « Le dispositif de prévention chez Bouygues », *Bull. Joly Bourse* 2011, § 214, p. 455 : « *[…] Des fenêtres négatives ont été instaurées depuis plusieurs années. Aujourd'hui elles ont été fixées à trente jours avant la publication des comptes et chiffres d'affaires, auxquels s'ajoute le jour de la publication. Les bénéficiaires de stock-options ne peuvent céder les actions issues des levées pendant ces fenêtres négatives* ».

du marché en général. Il s'agit en réalité d'informer et de moraliser[777]. La multiplication des obligations d'information vis-à-vis tant des actionnaires que du marché conduit évidemment à régler la « *crise de l'information* »[778] et à renforcer la transparence des rémunérations des dirigeants. Toutefois, l'efficacité des obligations d'information dépend, dans tous les cas, des mesures de contrôle mises en place pour en assurer le respect, et des sanctions appliquées en cas de manquement à ces obligations.

SECTION -2- LE MANQUEMENT À L'OBLIGATION D'INFORMATION

210. La transparence de la rémunération des dirigeants est une mesure préventive visant à restaurer la confiance des actionnaires et à assurer le bon fonctionnement du marché. Le respect des obligations d'information doit alors être garanti par des mesures de contrôle, ainsi que par des sanctions en cas de manquement à ces obligations. Les informations communiquées aux actionnaires sont en principe soumises au contrôle du commissaire aux comptes qui doit attester l'exactitude et la sincérité des informations relatives aux rémunérations et aux avantages de toute nature versés à chaque mandataire social[779]. S'il relève des irrégularités ou des inexactitudes au cours de l'accomplissement de sa mission, il doit les signaler à l'assemblée générale. Il a aussi l'obligation de révéler au procureur de la République les faits délictueux dont il a eu connaissance[780]. Le contrôle du commissaire aux comptes n'est pas la seule mesure garantissant le respect de l'obligation d'information, le droit des sociétés prévoit également certaines sanctions en cas de défaut ou d'insuffisance d'information à destination des actionnaires. Quant aux informations du marché, la loi confère à l'autorité des marchés financiers un pouvoir important pour veiller à l'application des obligations d'information en la matière.

Nous nous intéresserons ainsi aux sanctions prévues en cas de manquement à l'obligation d'information à destination tant des actionnaires **(§1)** que du marché **(§2)**. Il convient de préciser que, dans la présente section, seul le cas de défaut ou d'insuffisance

[777] V. JAMET, *De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation financière*, Thèse, Nice, 2007, p. 554.
[778] M. GERMAIN, « Transparence et information », *LPA* 19 novembre 1997, n° 139, p. 16.
[779] C. com. art. L. 823-10, al. 2.
[780] C. com. art. L. 823-12, al. 1.

d'information sera traité. La qualité et la valeur de l'information seront étudiées ultérieurement[781].

§ 1. LES SANCTIONS DU MANQUEMENT À L'OBLIGATION D'INFORMATION EN DROIT DES SOCIÉTÉS

211. La violation des obligations d'information prévues par le droit des sociétés pourrait entraîner la mise en œuvre des sanctions classiques, à savoir la nullité de la rémunération ou de l'assemblée générale qui l'a approuvée, ainsi que la responsabilité des dirigeants **(A)**. Elle ouvre également le droit pour les actionnaires de recourir aux procédures alternatives relatives à l'injonction de faire et aux questions écrites **(B)**.

A / Les sanctions classiques

212. Les sanctions classiques en cas de manquement à l'obligation d'information consistent, d'une part, en la possibilité d'annuler la rémunération ou les délibérations de l'assemblée générale **(a)**, et d'autre part, en l'engagement de la responsabilité des dirigeants qui ont manqué à leur obligation **(b)**.

a) L'annulation

213. La sanction d'annulation ne se limite pas à la rémunération octroyée en méconnaissance de l'obligation informative **(1)** et peut s'étendre aux délibérations de l'assemblée générale ou à l'assemblée elle-même **(2)**.

[781] V. *infra*, n° 492 et s.

1. Annulation de la rémunération clandestine

214. La loi NRE n'a prévu aucune sanction spécifique en cas de défaut ou d'insuffisance de l'information communiquée à l'assemblée générale. La loi Breton de 2005 est venue modifier le troisième alinéa de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce en prévoyant *in fine* que « *hormis les cas de bonne foi, les versements effectués et les engagements pris en méconnaissance des dispositions du présent alinéa peuvent être annulés* ». Ainsi, les rémunérations accordées aux dirigeants en violation de l'obligation d'information, à savoir qui n'apparaissent pas de manière détaillée dans le rapport annuel de gestion, pourraient faire l'objet d'une annulation juridictionnelle. Cette sanction s'applique également à l'obligation pour les sociétés de déterminer les critères en application desquels les rémunérations ont été calculées ou les circonstances en vertu desquelles elles ont été établies[782]. Le choix opéré en faveur de la nullité facultative et non de la nullité d'ordre public a été critiqué par certains auteurs, qui considèrent que cette dernière est plus efficace et moins difficile à mettre en œuvre[783]. Comme le relève un auteur, « *n'ayant pas la fermeté de corriger un défaut de transparence par la nullité (ou l'inopposabilité) de la rémunération clandestine, le législateur se décharge sur le juge, tout en se gardant de lui indiquer si l'annulation a pour objet soit de sanctionner une omission ou une dissimulation, soit de réparer un préjudice social* »[784]. Il en résulte que l'omission d'information sur la rémunération des dirigeants n'implique pas nécessairement l'application d'une sanction, mais elle exige qu'une action judiciaire soit engagée par la personne ayant un intérêt à agir. Il ne s'agit donc pas d'une sanction infligée de plein droit, mais d'une simple faculté donnée au juge. De plus, la loi ne précise pas les causes d'annulation ou les critères à appliquer, ce qui conduit à donner au juge un pouvoir d'appréciation sur l'opportunité de faire droit à la demande qui lui est présentée[785]. En conséquence, un réel risque d'immixtion du juge dans la gestion de la société existe, à travers une éventuelle appréciation du niveau de rémunération des mandataires sociaux[786].

---

[782] V. *infra*, n° 219.
[783] C. MALECKI, « La loi Breton et les rémunérations des dirigeants sociaux : le long chemin vers la transparence », *art. préc.*, p. 1207.
[784] D. SCHMIDT, « L'amendement Houillon sur la transparence des rémunérations des dirigeants sociaux », *D.* 2005, p. 1441.
[785] Rapport pour avis de F-N. BUFFET sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, *op. cit.*, p. 35.
[786] J.-J. UETTWILLER, « Transparence des rémunérations des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 14.

La nullité est non seulement facultative, mais également relative[787]. L'exercice de l'action en nullité est ouvert, en effet, au premier chef aux actionnaires, qui sont les principales destinataires de l'information relative à la rémunération des dirigeants et à la société elle-même. Néanmoins, il est concevable que d'autres personnes soient également concernées par les informations figurant dans le rapport de gestion, comme les souscripteurs de valeurs mobilières autres que des titres de capital.

215. Par ailleurs, la loi a réservé l'hypothèse dans laquelle les rémunérations octroyées en méconnaissance des obligations d'information seraient intervenues de bonne foi. Dans ce cas, aucune annulation ne serait possible. La charge de la preuve repose toutefois sur le conseil d'administration ou le directoire, ce qui rend extrêmement rare le recours à l'exception de bonne foi[788]. En cas d'annulation de la rémunération dont la description dans le rapport de gestion aurait été omise ou n'aurait pas été détaillée, le dirigeant bénéficiaire devra restituer les sommes perçues, mais les frais liés à l'action resteront à la charge des demandeurs comme cela se passe en cas d'action sociale *ut singuli*[789].

216. L'annulation pour manquement à l'obligation d'information peut s'appliquer au-delà de la rémunération clandestine pour atteindre les délibérations de l'assemblée générale ou l'assemblée elle-même.

2. Annulation de l'assemblée générale ou de ses délibérations

217. En dépit de la multiplication des obligations d'information sur la rémunération des dirigeants sociaux, le législateur a conservé l'obligation d'information prévue initialement par la loi de 1966. Il s'agit du droit pour tout actionnaire d'obtenir communication du montant global, certifié exact par le commissaire aux comptes, des rémunérations versées aux dix ou cinq personnes les mieux rémunérées de la société, selon que l'effectif du personnel excède ou non deux cents salariés[790]. L'actionnaire a également le droit d'obtenir communication des rapports du conseil d'administration, du directoire, du conseil de surveillance et des

[787] *Ibid*.
[788] G. BORDIER, « Rémunérations des dirigeants », *LPA* 17 novembre 2005, n° 229, p. 55, spéc. p. 58.
[789] D. SCHMIDT, « L'amendement Houillon sur la transparence des rémunérations des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 1441.
[790] C. com. art. L. 225-15, al. 5.

commissaires aux comptes, qui seront soumis à l'assemblée générale[791]. Le défaut de communication des informations aux actionnaires permet au juge, selon l'article L. 225-121, alinéa 2, du Code de commerce, d'annuler l'assemblée générale[792]. L'annulation de l'assemblée entraîne des conséquences importantes[793] et conduit notamment à l'annulation de la décision validant l'attribution de la rémunération en méconnaissance du droit à l'information de l'actionnaire.

218. Cependant, le manquement à l'obligation d'information peut également n'entraîner que la nullité des délibérations de l'assemblée générale. Ce cas se distingue de l'annulation de l'assemblée générale dans la mesure où l'annulation d'une délibération ne concerne que les décisions de l'assemblée qui ont été viciées, de manière spécifique, par l'absence d'information, tandis que l'annulation de l'assemblée générale entraîne la nullité de toutes les délibérations. Ainsi, la loi déclare qu'en cas de violation de l'article L. 225-100 du Code de commerce, relatif à la présentation du rapport de gestion, les délibérations prises par les assemblées générales sont nulles[794]. La simple absence de présentation du rapport de gestion peut donc frapper de nullité les délibérations de l'assemblée générale relatives à l'octroi d'une rémunération au mandataire social.

219. La question se pose de savoir si, de la même manière, une telle nullité est prévue en cas de défaut du rapport du président du conseil d'administration relatif aux travaux du conseil et au contrôle interne. Ce rapport présente également les principes et les règles fixés par le conseil pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux dirigeants. En effet, à s'en tenir à la lettre du texte, les délibérations des assemblées générales ne sont nulles qu'en cas de non-présentation du rapport annuel de gestion, alors que le rapport du président, selon l'article L. 225-37, alinéa 6, du Code de commerce, n'est qu'un « *rapport joint* » au rapport de gestion. Or, il est admis en droit[795], ainsi qu'en jurisprudence[796] que la

---

[791] C. com. art. L. 225-15, al. 3.

[792] C. com. art. L. 225-121, al. 2 : « *En cas de violation des dispositions des articles L. 225-115 et L. 225-116 ou du décret pris pour leur application, l'assemblée peut être annulée* ».

[793] S. SCHILLER, « Peut-on obtenir la nullité d'une assemblée générale qui viole une disposition légale ou conventionnelle », *Actes prat. ing. sociétaire*, septembre-octobre 2012, p. 7.

[794] C. com. art. L. 225-121, al. 1.

[795] C. com. art. L. 235-1 : « *La nullité d'actes ou délibérations autres que ceux prévus à l'alinéa précédent ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du présent livre ou des lois qui régissent les contrats* ». C. civ. art. 1844-10 : « *La nullité des actes ou délibérations des organes de la société ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du présent titre ou de l'une des causes de nullité des contrats en général* ».

[796] La Cour de cassation a confirmé, dans un arrêt rendu en 2010, que la nullité, tirée de l'absence d'un rapport à destination des actionnaires, ne peut intervenir qu'en la présence d'un texte. Cass. com., 26 octobre 2010, n° 09-71404, *Dr. Sociétés* 2011, n° 1, p. 23, note M. ROUSSILLE ; *JCP* G 2010, n° 49, 1211, p. 2282, note

nullité d'une délibération sociale ne peut résulter que de la violation d'un texte prévoyant cette nullité[797].

220. Concrètement, si l'annulation de l'assemblée générale ou des délibérations prises par celle-ci apparaît comme une sanction sévère, elle est rarement appliquée en pratique, puisqu'elle ne concerne que l'absence absolue du rapport de gestion à l'exclusion du cas de présentation d'un rapport incomplet ou insuffisant[798]. En réalité, c'est notamment l'omission de certaines informations qui est souvent constatée dans les rapports de gestion[799]. En outre, la jurisprudence ne prononce la nullité de l'assemblée ou des délibérations que de manière très stricte[800] et à condition qu'elle soit pleinement justifiée[801].

221. La sanction d'annulation peut s'accompagner de l'engagement de la responsabilité du président ou des directeurs généraux qui n'auront pas établi de rapport de gestion.

b) La responsabilité des dirigeants pour défaut de rapport de gestion

222. La loi ne prévoit aucune sanction pénale spéciale en cas d'absence d'information relative à la rémunération des dirigeants. En général, les sanctions pénales applicables en cas

---

P. MOUSSERON ; *D.* 2010, p. 2947, note A. COURET ; *Gaz. Pal.* 16 décembre 2010, n° 350, p. 20, note A.-F. ZATTARA-GROS ; *Lexbase*, 11 novembre 2010, n° 227, note G. DE FORESTA ; V. également, Cass. com., 18 mai 2010, n° 09-14855, *D.* 2010, p. 2405, note A. LIENHARD.

[797] Pour une position favorable à la nullité en cas d'absence du rapport du président : G. BARANGER, « Le rapport spécial du président du conseil d'administration sur le fonctionnement du conseil et les procédures de contrôle interne », *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 27, p. 169.

[798] L. AMIEL-COSME, « Rémunération des dirigeants sociaux », *Rép. sociétés*, janvier 2014, n° 83.

[799] N'ont été trouvées que de rares décisions en matière de nullité pour défaut ou pour insuffisance du rapport de gestion. Quelques arrêts concernant des sociétés à responsabilité limitée peuvent être cités. Dans un arrêt rendu en 1974, la Cour de cassation avait annulé l'assemblée générale pour non-respect du droit de communication des associés, joint à d'autres irrégularités de convocation, Cass. com., 4 mars 1974, n° 73-10284, *Bull. civ.*, IV, n° 77, p. 62. Dans un arrêt plus récent, la cour d'appel de Paris a pu prononcer la nullité des délibérations de l'assemblée générale en raison de présentation d'un rapport de gestion incomplet à l'assemblée. Dans cet arrêt, la Cour a jugé que le rapport doit être exhaustif. Dans le cas contraire, les délibérations de l'assemblée générale, qui s'est tenue alors que les associés n'ont pas été informés d'un événement important, sont nulles : CA Paris, 17 décembre 1999, *RJDA* 3/2000, n° 292, p. 243. En revanche, il a été jugé que la communication tardive des documents n'est pas une cause d'annulation, si elle n'a pas eu pour conséquence d'empêcher de voter en toute connaissance de cause, CA Aix-en-Provence, 27 mai 1988, *JCP* E 1989, n° 11, 15562, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.

[800] J.-J. ANSAULT, « Le contrôle de l'intérêt à agir en nullité des délibérations sociales », *Rev. sociétés* 2012, p. 7.

[801] Cass. com., 8 novembre 1977, n° 78-10460, *Bull. civ.*, IV, n° 265, p. 211 ; Cass. com., 9 juillet 2002, n° 99-10453, *Bull. civ.*, IV, n° 120, p. 129 ; Cass. com., 14 décembre 2004, n° 00-20287, inédit ; Cass. com., 19 avril 2005, n° 02-13599, *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 280, p. 1269, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 2005, p. 840, note B. SAINTOURENS ; A.F. ZATTARA-GROS, note sous Cass. com., 26 octobre 2010, n° n° 09-71404, *Gaz. Pal.* 16 décembre 2010, n° 350, p. 20.

d'inobservation du droit de communication des actionnaires ont été pratiquement toutes supprimées par la loi NRE à l'exception d'une seule[802]. Aux termes de l'article L. 242-8 du Code de commerce, « *est puni d'une amende de 9000 euros le fait, pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme, de ne pas, pour chaque exercice, dresser l'inventaire et établir des comptes annuels et un rapport de gestion* ». Ainsi, le défaut d'établissement du rapport de gestion entraîne, en plus de la nullité des délibérations prises par l'assemblée générale, la mise en œuvre éventuelle de la responsabilité pénale des dirigeants. Mais une fois encore, la présentation d'un rapport incomplet ou insuffisant, ainsi que le défaut du rapport du président du conseil d'administration ne sont pas sanctionnés[803]. Seule l'absence absolue du rapport de gestion permet d'encourir la responsabilité pénale du dirigeant[804].

223. Par ailleurs, rien n'empêche, en principe, de mettre en jeu la responsabilité civile du dirigeant en cas de manquement à l'obligation d'information relative à la rémunération des dirigeants. Cependant, si l'actionnaire n'a pas, dans ce cas, à prouver que le dirigeant a commis une faute détachable de ses fonctions, il devra néanmoins apporter la preuve qu'il a subi un préjudice personnel et distinct du préjudice de la société[805]. Or, l'administration de la preuve d'un tel préjudice apparaît très difficile en cas de défaut d'information sur les rémunérations.

La menace de l'engagement de la responsabilité du dirigeant semble donc trop faible pour avoir un effet dissuasif, en particulier en raison du large mouvement de dépénalisation du droit des affaires et de la volonté du législateur de généraliser les procédures alternatives à l'engagement de cette responsabilité, notamment la technique de l'injonction de faire[806].

---

[802] Circulaire du Garde des Sceaux, Ministre de la Justice, du 23 janvier 2002 relative à la présentation des dispositions pénales de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, *JCP E* 2002, n° 13, 550, p. 580 ; Pour une condamnation pénale en vertu de l'ancien article 445 de la loi du 24 juillet 1966 : Cass. crim., 18 avril 1983, n° 82-92804, *JCP* G 1983, IV, p. 201 : « *En cas d'omission de communication à un actionnaire des documents sociaux énumérés par les articles 168 à 171 de la loi du 24 juillet 1966, le président de la société, à défaut d'élément établissant la responsabilité d'une autre personne visée par les articles 445 et 463 de ladite loi, doit être tenu pour pénalement responsable* ».

[803] L'incrimination prévue à l'article L. 242-6, alinéa 2, du Code de commerce, réprimant la dissimulation de la véritable situation de la société ne vise que les comptes annuels et n'est pas, par conséquent, applicable au rapport de gestion et au rapport du président.

[804] Cass. crim., 8 avril 2010, n° 09-85298, inédit ; Cass. crim., 17 décembre 2008, n° 08-80715, inédit.

[805] V. *supra*, n° 150.

[806] F. MANSUY, « Assemblées d'actionnaires, Règles communes à toutes les assemblées, Préparation de l'assemblée, Information des actionnaires », *J-Cl. Sociétés*, 26 mars 2012, Fasc. 136-30, n° 98.

B / Les alternatives à l'annulation et à la responsabilité

224. Outre l'annulation et l'engagement de la responsabilité du dirigeant, le manquement à l'obligation d'information permet à l'actionnaire de recourir à la procédure d'injonction de faire **(a)** ou d'interroger la direction sur une ou plusieurs opérations de gestion **(b)**.

a) L'injonction de faire

225. En contrepartie de la disparition de sanctions pénales formelles qui réprimaient le défaut de communication d'information, la loi NRE a donné aux personnes intéressées la possibilité de recourir à la procédure d'injonction de faire[807]. La méthode du droit pénal est abandonnée au profit d'une technique de nature procédurale. En effet, au lieu de réprimer les dirigeants qui ne transmettent pas aux actionnaires les documents mentionnés par la loi, le législateur autorise ces derniers à mettre en œuvre une procédure rapide permettant d'obtenir les informations souhaitées[808]. En vertu de la procédure d'injonction de faire, les actionnaires peuvent, en cas de défaut d'information, demander au président du tribunal de commerce, statuant en référé, soit d'enjoindre sous astreinte les dirigeants de leur communiquer les informations qui devaient être mises à leur disposition, soit de désigner un mandataire chargé de procéder à cette communication[809]. La même procédure est prévue pour contraindre la société à procéder au dépôt, au greffe du tribunal, du rapport de gestion[810]. Ainsi, par renvoi à l'article L. 225-115 du Code de commerce, la communication du rapport de gestion ou du montant global des rémunérations versées aux personnes les mieux rémunérées est assurée à travers la procédure d'injonction. La Cour de cassation a précisé que la procédure s'applique pour garantir la communication des documents que visent les textes limitativement énumérés par l'article L. 238-1 du Code de commerce, et ne peut s'étendre à d'autres documents[811]. De même, la procédure d'injonction ne peut être mise en œuvre au motif que l'intérêt social

---

[807] S. DE VENDEUIL, « Nouvelles régulations économiques et amélioration des droits des actionnaires dans les sociétés par actions non cotées », *JCP E* 2001, n° 29, 1220, p. 64 ; Sur l'exercice par l'AMF de son pouvoir d'injonction, F.-L. SIMON, *Le juge et les autorités du marché boursier*, Paris : L.G.D.J, 2004, p. 188 et s.
[808] F. MANIN, E. JEULAND, « Les incertitudes du référé injonction de faire en droit des sociétés », *Rev. sociétés* 2004, p. 1 ; S. ZEIDENBERG, « Le renouveau des injonctions de faire », *Dr et patrimoine*, novembre 2001, p. 74.
[809] C. com. art. L. 238-1.
[810] C. com. art. L. 232-23.
[811] Cass. com., 23 juin 2009, n° 08-14117, *D.* 2009, p. 1824, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2009, p. 817, note J.-P. MATTOUT ; *RTD com.* 2009, p. 579, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2009, n° 8, comm. 160, note H. HOVASSE.

serait en péril ou qu'il existerait un conflit entre actionnaires, mais seulement lorsque les intéressés ne peuvent obtenir la production ou la transmission de documents[812].

L'efficacité de la procédure vient du fait qu'elle peut être assortie d'une astreinte, ce qui devrait assurer son succès. Chaque jour de retard dans la communication du rapport de gestion, ou du montant total de la rémunération, rendra le dirigeant débiteur d'une astreinte dont le montant sera déterminé par le président du tribunal de manière à ce qu'elle oblige le dirigeant à exécuter son obligation rapidement[813]. La jurisprudence affirme que la procédure d'injonction de faire doit être dirigée contre les dirigeants sociaux pris en leur nom personnel, et non contre la société qu'ils représentent[814].

Cependant, il faut encore souligner la limite d'une telle procédure puisqu'elle ne vise que le cas de défaut du rapport de gestion, à l'exclusion du cas de communication d'un rapport insuffisant. La loi ne prévoit en effet pas la possibilité pour le juge de prononcer une injonction sous astreinte pour compléter le rapport. Il n'en demeure pas moins que les actionnaires peuvent avoir recours à la procédure des questions écrites.

b) La procédure des questions écrites

226. Lorsque l'information transmise aux actionnaires apparaît insuffisante ou ambigüe, ceux-ci peuvent s'adresser directement à la direction pour obtenir des éclaircissements. L'article L. 225-231, alinéa 1er, du Code de commerce prévoit que les actionnaires, représentant au moins 5 % du capital social, disposent de la possibilité de poser par écrit au président du conseil d'administration ou au directoire des questions sur une ou plusieurs opérations de gestion de la société ainsi que, le cas échéant, des sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce. En l'absence de réponse dans le délai d'un mois ou en cas de réponse insatisfaisante, les actionnaires peuvent demander en référé une expertise de gestion. Le rapport des experts est ensuite adressé à l'actionnaire demandeur, au ministère public, au comité d'entreprise, au commissaire aux comptes et, selon

[812] CA Paris, 26 mars 2003, *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 816, n° 174, note S. ZEIDENBERG ; *Dr. Sociétés* 2011, n° 10, comm. 162, p. 16, note F.-G. TRÉBULLE.
[813] À titre d'exemple : CA Paris, 20 juin 2003, *Dr. Sociétés* 2004, n° 2, comm. 17, p. 11, note F.-G. TRÉBULLE.
[814] Cass. com., 1er juillet 2008, n° 07-20643, *Bull. civ.*, IV, n° 138, p. 160 ; *D.* 2008, p. 1994.

le cas, au conseil d'administration ou au directoire et au conseil de surveillance ainsi qu'à l'AMF[815].

Deux conditions sont ainsi posées pour que les dirigeants soient tenus de répondre. D'un côté, l'auteur de la question doit être actionnaire représentant au moins 5 % du capital social, ou une association répondant aux conditions fixées à l'article L. 225-120 du Code de commerce. D'un autre côté, la question doit concerner une opération de gestion de la société[816]. L'octroi de la rémunération constitue, en principe, un acte de gestion dans la mesure où il relève de la compétence du conseil d'administration ou de surveillance[817]. La question peut néanmoins se poser de savoir si le fait que les actionnaires sont, depuis la loi NRE, informés de la rémunération par le rapport de gestion soumis à l'assemblée générale et sur lequel ils sont appelés à se prononcer ne change pas la qualification de l'opération. La même interrogation concerne les rémunérations soumises au régime de conventions réglementées et qui nécessitent ainsi l'approbation de l'assemblée générale. En d'autres termes, l'intervention des actionnaires ne vient-elle pas, dans ces cas, constituer un obstacle à l'expertise de gestion sollicitée pour défaut de réponse à la question posée ? Par un arrêt rendu le 27 février 1997[818], la cour d'appel de Versailles a répondu à cette question en estimant que les conventions réglementées, même si elles sont soumises à l'autorisation préalable du conseil d'administration et nécessitent une délibération spéciale, relèvent des pouvoirs des dirigeants et constituent ainsi une opération de gestion. Pour la Cour, la notion d'opération de gestion correspond « *aux mesures arrêtées par les organes de gestion et non aux actes ressortant de la compétence exclusive des assemblées d'associés* ». La rémunération des dirigeants peut alors faire l'objet d'une question écrite et, si nécessaire, d'une expertise de gestion.

227. Une seconde possibilité est offerte aux actionnaires par l'article L. 225-108 du Code de commerce. La loi permet à tout actionnaire, indépendamment de son niveau de participation au capital social, de poser par écrit des questions auxquelles le conseil d'administration, ou le directoire, est tenu de répondre au cours de l'assemblée générale. Les

[815] C. com. art. L. 225-231, al. 5.
[816] Pour que la demande d'expertise de gestion soit reçue, elle doit viser un ou plusieurs actes de la gestion de la société, et non une opération étrangère à la gestion, et pas davantage l'ensemble de la gestion de la société : Cass. com., 3 mars 2009, n° 08-11706, *RJDA* 6/2009, n° 555, p. 519 ; Cass. com., 25 septembre 2012, n° 11-18312, *Bull. Joly Sociétés* 2013, n° 1, § 20, p. 48, note I. PARACHKÉVOVA ; *Dr. Sociétés* 2012, comm. 206, p. 19, note M. ROUSSILLE ; *Rev. sociétés* 2013, p. 286, note J.-F. BARBIÈRI ; *D.* 2012, p. 2302, obs. A. LIENHARD.
[817] A. VIANDIER, A. CHARVÉRIAT, *Société et loi NRE : Mode d'emploi après 1an d'application*, *op. cit.*, p. 100.
[818] CA Versailles, 27 février 1997, *Bull. Joly Sociétés* 1997, § 220, p. 544, note P. Le CANNU et M. MENJUCQ ; *Rev. sociétés*1997, p. 898, obs. Y. GUYON ; *D. aff.* 1997, p. 642, nº 13.

questions doivent intervenir préalablement à la tenue de l'assemblée[819] et doivent être en relation avec l'ordre du jour de l'assemblée en question[820]. L'ordonnance du 9 décembre 2010[821] a assoupli les obligations relatives au traitement des questions écrites, en permettant aux sociétés d'y répondre de manière synthétique et par mise en ligne après l'assemblée générale[822]. La procédure des questions écrites, consacrée également au niveau de l'Union européenne[823], vise à assurer la communication ou la mise à la disposition des actionnaires des documents qui leur sont nécessaires pour se prononcer en connaissance de cause et porter un jugement informé sur la gestion de la société[824]. Tout actionnaire peut donc interroger la direction sur l'octroi des rémunérations aux dirigeants, le rapport de gestion faisant évidemment partie des « *documents nécessaires* » qui doivent être transmis à l'assemblée générale.

228. La faculté donnée à l'actionnaire de poser des questions écrites a fait l'objet d'un débat doctrinal. Certains auteurs considèrent que le dirigeant peut refuser de répondre si la question n'a pour objectif que de perturber le bon déroulement de l'assemblée générale, ou si la réponse est susceptible de causer un dommage à la société ou à un tiers, notamment en raison de la nature confidentielle de l'information[825]. Un jugement du Tribunal de commerce de Paris a pu engager la responsabilité d'un actionnaire pour abus de droit. Le tribunal a jugé que l'actionnaire, en posant des questions ayant un but étranger à l'intérêt social, a détourné son droit de son objet et a fait de ce droit un usage abusif[826]. Cette conclusion a été critiquée

---

[819] C. com. art. R. 225-84 : « *Les questions écrites mentionnées au troisième alinéa de l'article L. 225-108 sont envoyées, au siège social par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au président du conseil d'administration ou du directoire ou par voie de télécommunication électronique à l'adresse indiquée dans la convocation, au plus tard le quatrième jour ouvré précédant la date de l'assemblée générale. Elles sont accompagnées d'une attestation d'inscription soit dans les comptes de titres nominatifs tenus par la société, soit dans les comptes de titres au porteur tenus par un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier* ».

[820] Rapport AMF, « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France », 6 septembre 2005, p. 34. Dans une affaire récente, la cour d'appel de Paris a décidé que le droit qu'a tout actionnaire de poser des questions écrites n'est pas limité aux points de l'ordre du jour dans la mesure où l'assemblée générale ne délibère pas sur des questions posées par les actionnaires mais elle répond à des questions écrites : CA Paris, 19 décembre 2013, *Rev. sociétés* 2014, p. 306, note A. VIANDIER.

[821] Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/ CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JORF* du 10 décembre 2010, n° 286, p. 21612.

[822] C. com. art. L. 225-108, al. 3 et 4.

[823] Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JOUE* du 11 juillet 2007, n° L 184, p. 17, art. 9 : « *Chaque actionnaire a le droit de poser des questions concernant des points inscrits à l'ordre du jour d'une assemblée générale. La société répond aux questions qui lui sont posées par les actionnaires* ».

[824] C. com. art. L. 225-108, al. 1.

[825] Y. GUYON, « Assemblée d'actionnaires », *Rép. sociétés*, avril 2015, n° 164.

[826] TGI. com., Paris, 11 mai 2004, *JCP* E 2004, n° 31, 1154, p. 1256. note A. VIANDIER ; *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 252, p. 1238, note P. LE CANNU.

par une partie de la doctrine, estimant qu'il s'agit d'une restriction à la pratique des questions écrites[827]. En revanche, l'abus de droit n'a pas été caractérisé dans une autre affaire s'agissant d'une société de défense des droits des actionnaires minoritaires qui avait posé une question sur le fondement de l'article L. 225-108 du Code de commerce, après avoir acquis peu de temps avant cinq actions. La cour d'appel de Paris a estimé que le nombre d'actions importait peu et n'a pas retenu l'abus de droit, car l'actionnaire n'avait pas usé de cette prérogative « *à des fins illégitimes* »[828].

Il n'en reste pas moins que, si le droit de poser des questions écrites appartient à tous les actionnaires ou aux actionnaires disposant d'au moins 5 % du capital social, ce droit n'est utilisé, en pratique, qu'à titre marginal. Comme l'expliquent certains auteurs : « *les actionnaires significatifs ont tendance à exiger des informations spécifiques, en prenant des contacts informels avec les dirigeants, et cette asymétrie dans l'information n'est pas conforme aux principes qui régissent les marchés financiers* »[829]. Par ailleurs, la loi est silencieuse quant aux sanctions encourues en cas de violation de l'article L. 225-108 du Code de commerce. Il n'est pourtant pas exclu que le défaut de réponse ou la communication d'une réponse insatisfaisante puissent susciter une décision de révocation ou une action en responsabilité civile. Il convient néanmoins de souligner les difficultés pratiques de mise en œuvre de ces sanctions[830].

La procédure des questions écrites s'ajoute donc aux mesures assurant le respect de l'obligation d'information vis-à-vis des actionnaires. L'efficacité de ces mesures, qu'elles relèvent de sanctions classiques ou de procédures alternatives, se doit toutefois d'être

---

[827] F.-X. LUCAS, « Questions écrites aux dirigeants et abus de droit », *Dr. Sociétés* 2004, n° 10, repère. 9, p. 3 : « *Que l'actionnaire ait abusé de son droit de poser des questions, cela n'est pas douteux mais nul besoin pour parvenir à cette conclusion d'adopter la conception finaliste de l'abus de droit que le tribunal reprend ici à son compte : l'abus ne résidait pas tant ici dans un détournement du but de l'institution des questions aux dirigeants, comme l'avance le juge, que dans le constat que le titulaire du droit en avait usé pour nuire au groupe majoritaire dans le dessein de monnayer ce pouvoir de nuisance. Dans ces conditions, nul besoin, pour caractériser une faute, de sacrifier aux mânes de Josserand et de se demander si le droit avait été utilisé conformément à sa fonction sociale* » ; V. également, A. CONSTANTIN, « La tyrannie des faibles », *in Mélanges Y. GUYON*, Paris : Dalloz, 2003, p. 213 ; A. COURET, « Le harcèlement des majoritaires », *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 36, p.112.

[828] CA Paris, 14 février 2006, *RJDA* 8-9/2006, n° 908, p. 841.

[829] P. LE CANNU, B. DONDERO, « *Docere ignorantem* - retour sur les questions écrites », *RTDF* 2006, n° 3, p. 109.

[830] P. LE CANNU, « Des questions sans réponse », *in Mélanges Y. GUYON*, Paris : Dalloz, 2003, p. 604 : « *Certes, le défaut de réponse peut constituer un juste motif de révocation. Mais encore faut-il que les associés insatisfaits soient en mesure d'obtenir un vote en ce sens. Il serait plus étonnant qu'une juridiction admette que le seul défaut de réponse à une question constitue une cause légitime de révocation [...]. Quant à la responsabilité civile, il peut être difficile de prouver le préjudice causé par ce silence, tant que la société demeure* in bonis ».

relativisée dans la mesure où elles ne concernent, dans la majorité des cas, que l'absence absolue de l'information.

229. Les mesures de contrôle et de sanctions ne concernent pas uniquement les informations à destination des actionnaires. Afin d'assurer une bonne information du public, la loi confère à l'Autorité des marchés financiers le pouvoir de contrôler la communication des informations et de prononcer des sanctions en cas de manquement aux obligations informatives.

§ 2. LES SANCTIONS DU MANQUEMENT À L'OBLIGATION D'INFORMATION EN DROIT FINANCIER

230. Veiller à l'information des investisseurs des sociétés cotées et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers est l'une des missions de l'Autorité des marchés financiers[831]. Celle-ci dispose de l'ensemble des pouvoirs nécessaires pour la réalisation de sa mission de régulateur. Elle est donc dotée d'un pouvoir élargi pour forcer les émetteurs et les dirigeants à respecter les obligations d'information, ainsi que pour les sanctionner en cas de manquement. À ce titre, l'AMF dispose du pouvoir général d'injonction directe et indirecte lui permettant de mettre fin aux pratiques contraires aux obligations informatives en matière de rémunération des dirigeants **(A)**. Elle peut également engager la responsabilité administrative du dirigeant ayant violé une obligation particulière d'action ou d'abstention **(B)**.

A / Pouvoir d'injonction de l'AMF

231. La procédure d'injonction peut être mise en œuvre directement par l'AMF (**a**) ou peut être demandée en justice (**b**).

[831] Les missions de l'AMF sont définies par l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier qui prévoit que : « *L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et les actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public. Elle veille également à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers et d'actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international* ».

a) L'injonction administrative

232. Avant la création de l'AMF, la Commission des opérations de bourse (COB) disposait du pouvoir d'ordonner aux sociétés ou aux professionnels relevant de son contrôle de procéder à des publications rectificatives lorsqu'elle constatait des omissions ou des inexactitudes dans les documents communiqués aux actionnaires et au marché[832]. La loi du 2 août 1989 a accordé à la COB un réel pouvoir d'injonction lui permettant de mettre fin aux pratiques contraires à ses règlements[833]. La loi de sécurité financière de 2003 et la loi Breton de 2005 ont ensuite étendu successivement le champ d'application d'injonction directe de l'AMF. Alors que la loi de finances visait uniquement les pratiques contraires à un texte législatif ou réglementaire qui avaient un effet sur le marché, la loi de 2005 a permis à l'AMF d'exercer ses pouvoirs d'injonction administrative ou judiciaire, pour faire cesser non seulement les manquements, commis en France ou à l'étranger, aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, mais aussi tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. L'article L. 621-14, I, alinéa 1er, du Code monétaire et financier dispose dorénavant que l'AMF peut enjoindre à toute personne « *qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements aux obligations résultant des règlements européens, des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Ces décisions peuvent être rendues publiques* ». L'injonction administrative s'applique donc en cas de manquement à l'obligation relative à la publication des opérations sur titres des dirigeants.

L'intérêt particulier de l'injonction administrative tient au fait qu'elle permet de répondre rapidement à la nécessité d'informer le marché, alors que la procédure de sanction

[832] Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, *JORF* du 29 septembre 1967, art. 3, al. 3 ; N. DECOOPMAN, « Le pouvoir d'injonction des autorités administratives indépendantes », *JCP* G 1987, n° 44, I ,3303.

[833] Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, *JORF* du 4 août 1989, p. 9822, art. 9-1 ; C. GAVALDA, « Commentaire de la loi du 2 août 1989, concernant l'amélioration de la transparence et de la sécurité du marché financier », *Rev. sociétés* 1990, p. 1.

pourrait prendre des délais plus importants[834]. L'ouverture de la procédure d'injonction directe relève de la compétence du Collège de l'AMF sur proposition du secrétaire général[835]. Ce dernier avertit la personne concernée en lui indiquant les pratiques visées et en lui accordant un délai, qui ne peut pas être inférieur à trois jours ouvrés, pour faire connaître par écrit ses observations. Il appartient ensuite au Collège de prendre la décision après avoir pris connaissance des observations formulées par la personne concernée. Le non-respect des droits de la défense entraîne la nullité de l'injonction[836]. Une décision rendue par l'Autorité des marchés financiers en 2010 illustre son pouvoir d'injonction[837]. En l'espèce, l'AMF a constaté le non-respect d'obligations de publicité et de déclaration liées à des opérations réalisées par les dirigeants sur les titres du groupe. Même les régularisations demandées par l'AMF n'ont pas été effectuées. L'AMF a considéré qu'il s'agissait de manquements de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Par conséquent, le Collège de l'AMF a décidé d'ordonner par voie d'injonction administrative à la société et à son président de procéder aux déclarations requises par les textes législatifs ou réglementaires.

233. Au-delà de ce pouvoir d'injonction prévu par la loi, l'AMF dispose également, en vertu de l'article 223-10 de son règlement général, du pouvoir de demander aux émetteurs et aux dirigeants la publication, dans des délais appropriés, des informations qu'elle juge utiles à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché. En cas de non-respect, l'AMF peut procéder elle-même à la publication des informations. Il est donc concevable qu'une information relative à la rémunération des dirigeants puisse être demandée par l'AMF puisque l'utilité de l'information est soumise à l'appréciation de cette dernière, et l'émetteur qui ne répond pas favorablement à sa demande s'expose à des sanctions si l'information est finalement jugée utile par le juge. Cette procédure n'est pas contradictoire puisqu'il ne s'agit pas, en principe, d'une sanction, son objet étant seulement de rétablir l'information à laquelle les investisseurs ont droit[838]. Cependant, il ne faut pas que les publications réalisées par

---

[834] D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, *Les abus de marché : Manquements administratifs et infractions pénales*, Paris : LexisNexis, 2013, p. 389.
[835] C. mon. fin. art. R. 621-37.
[836] CA Paris, 2 avril 2008, *D.* 2008, p. 1057, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2008, p. 377, obs. N. RONTCHEVKY ; *RTD com.* 2008, p. 390, obs. C. GOYET ; *Rev. sociétés* 2008, p. 394, note P. LE CANNU ; *RD bancaire et fin.* 2008, n° 93, note H. LE NABASQUE ; *Bull. Joly Sociétés* 2008, p. 411, note H. LE NABASQUE ; *Bull. Joly Bourse* 2008, § 23, p. 209, note L. FAUGÉROLAS et E. BOURSICAN.
[837] Décis. AMF, 17 mars 2010, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 30, p. 237, note C. ARSOUZE.
[838] A. COURET, H. LE NABASQUE, M-L. COQUELET et *ali*, *Droit financier*, 2e éd., Paris : Dalloz, 2012, p. 1075.

l'AMF causent un préjudice à l'émetteur à qui n'a pas été attribuée la possibilité de s'exprimer avant de procéder à la publication des informations en cause[839].

234. Il n'en demeure pas moins que le pouvoir d'injonction administrative est très peu utilisé par le Collège qui n'y voit pas un préalable nécessaire à son pouvoir de sanction administrative[840]. L'AMF recourt souvent à la répression qui est plus forte et plus contraignante, comme il sera expliqué ultérieurement, mais il arrive qu'elle utilise son pouvoir d'injonction judiciaire qui peut s'avérer tout aussi efficace.

b) L'injonction judiciaire

235. Le pouvoir d'injonction judiciaire, ou d'injonction indirecte, a été conféré à la COB par la loi du 14 décembre 1985[841]. Il a été maintenu et reconnu par la loi de sécurité et transparence financière de 1989, ainsi que par la loi NRE[842]. La loi de sécurité financière de 2003 a, à son tour, élargi ce pouvoir de l'AMF. Ainsi, aux termes de l'article L. 621-14, II, alinéa 1er, du Code monétaire et financier, « *le président de l'Autorité des marchés financiers peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui est responsable de la pratique relevée de se conformer aux règlements européens, aux dispositions législatives ou réglementaires, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets* ». Ce pouvoir est donc exercé par le président de l'AMF, et non plus par le Collège. La demande est portée devant le président du Tribunal de grande instance de Paris qui rend une ordonnance en la forme des référés[843].

Le domaine de l'injonction judiciaire correspond à celui de l'injonction administrative et pourrait donc comprendre le cas de défaut d'information relative aux rémunérations des

---

[839] La cour d'appel de Paris a précisé, dans un arrêt rendu en 1993, que si le régulateur a la possibilité de porter à la connaissance du public les observations qu'il a été amené à faire à une société ou les informations qu'il estime nécessaires, il ne peut toutefois user de cette faculté dans des conditions qui portent atteinte aux droits et libertés constitutionnellement garanties dont est assortie la procédure de sanction prévue par la loi : CA Paris, 15 janvier 1993, *D.* 1993, p. 273, note CL. DUCOULOUX-FAVARD.

[840] C. ARSOUZE, *Procédure boursières : sanctions et contentieux des sanctions*, Paris : Joly, 2008, p. 124.

[841] Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse, *JORF* du 14 décembre 1985 ; A. COURET, « La loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse », *Bull. Joly Sociétés* 1986, § 145, p. 145.

[842] H. CAUSSE, « Le référé financier : le cas de l'action du Président du CMF », *JCP* E 2002, n° 43, 1553, p. 1708.

[843] C. mon. fin. art. L. 621-14, II, al. 2.

dirigeants ou, plus précisément, aux opérations sur titres des dirigeants. Toutefois, la procédure de l'injonction indirecte présente plusieurs intérêts par rapport à celle de l'injonction directe. L'injonction judiciaire est en effet plus diversifiée dans la mesure où le juge peut ordonner non seulement la cessation des pratiques illicites, mais aussi qu'il soit mis fin à l'irrégularité ou que les effets de la pratique relevée soient supprimés[844]. Mais le principal intérêt pour l'AMF de porter l'affaire devant le juge réside dans le fait qu'à la différence de l'injonction directe, celle prononcée par le tribunal peut être assortie de mesures conservatoires et surtout d'une astreinte. La possibilité de prononcer une astreinte renforce l'efficacité de l'injonction et rend le recours à cette procédure préférable. Cependant, dans la majorité des cas, une intervention informelle de l'AMF auprès de la société concernée suffit à régulariser sa situation[845], et si l'irrégularité persiste, l'AMF passe directement à la répression. Il a pu néanmoins arriver qu'elle utilise son pouvoir d'injonction judiciaire[846] et qu'elle prononce des astreintes pour obliger les sociétés à se conformer à l'obligation d'information[847].

236. Quoi qu'il en soit, le recours à la procédure d'injonction, administrative ou judiciaire, demeure limité, la voie de la répression étant préférée par l'AMF.

B / Engagement de la responsabilité administrative du dirigeant

237. La responsabilité administrative des dirigeants est susceptible d'être engagée lorsque la loi ou le règlement met à la charge du dirigeant une obligation particulière d'action ou d'abstention dont la violation est de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché[848].

L'obligation d'information relative à la déclaration des opérations sur titres des dirigeants, telles que les levées de stock-options ou les cessions d'actions gratuites, vise à

---

[844] N. DECOOPMAN, « Autorité des marchés financiers, Attributions, Moyens d'action, Contrôle juridictionnel », *J-Cl. Sociétés*, 14 novembre 2011, Fasc. 1512, n° 78.
[845] D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, *Les abus de marché : Manquements administratifs et infractions pénales*, *op. cit.*, p. 391.
[846] CA Paris, 13 mai 2005, *Banque et Droit*, janvier 2005, p. 38, obs. H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.
[847] CA Paris, 19 octobre 2005, *Banque et Droit*, janvier 2006, p. 40, obs. H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE. La cour d'appel de Paris a confirmé une injonction sous astreinte de 3 000 euros par jour de retard prononcée à l'encontre d'une personne physique ayant manqué à l'obligation de déposer un projet d'offre publique ; CA Paris, 9 novembre 2005, *RTDF* 2006, n° 1, p. 155, condamnant le président d'une société au versement d'une astreinte de 204000 euros pour non-publication de ces comptes dans les quatre mois de la clôture de l'exercice.
[848] C. mon. fin. art. L. 621-14, I, al. 1.

permettre au marché d'être informé rapidement des transactions auxquelles les dirigeants d'une société peuvent se livrer sur les titres de celle-ci et d'apprécier la signification qu'elles peuvent revêtir. Le manquement à cette obligation est donc susceptible de porter atteinte au bon fonctionnement du marché et peut, par conséquent, être sanctionné. L'AMF n'hésite pas à engager la responsabilité administrative du dirigeant qui ne déclare pas les opérations qu'il réalise sur les titres de la société dans les cinq jours de négociation suivant leur réalisation[849]. L'engagement de la responsabilité du dirigeant entraîne dès lors une sanction pécuniaire qui peut atteindre 100 millions d'euros ou le décuple du montant des profits éventuellement réalisés[850]. Par exemple, dans une décision rendue le 1er octobre 2009[851], l'AMF a prononcé à l'encontre du président-directeur général de la société Théolia une sanction pécuniaire de 50000 euros au titre du manquement tiré de l'absence de déclaration des opérations qu'il a réalisées pour son propre compte et pour le compte d'une société dont il était dirigeant et actionnaire principal[852]. Cette sanction s'applique même si les omissions ont été commises de bonne foi[853].

Les sanctions pécuniaires peuvent être prononcées « *soit à la place, soit en sus* »[854] des autres sanctions dans la mesure où l'AMF peut également prononcer des sanctions morales (avertissement, blâme), ou professionnelle (interdiction d'exercice, retrait de la carte professionnelle)[855]. Il est également nécessaire de préciser qu'en matière de responsabilité administrative, la condition de faute « séparable des fonctions » est inapplicable. La Cour de cassation a relevé, dans un arrêt rendu le 31 mars 2004[856], que cette condition est cantonnée à la responsabilité civile des dirigeants et n'est pas applicable à la matière pénale au sens large, en particulier aux sanctions administratives de l'Autorité des marchés financiers.

---

[849] Décis. AMF, 17 septembre 2009, *Dr. Sociétés* 2010, n° 5, comm. 98, note R. MORTIER ; Décis. AMF, 17 décembre 2009, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 28, p. 223, note D. BOMPOINT ; *Rev. sociétés* 2010, p. 264, note P. DIDIER.
[850] C. mon. fin. art. L. 621-15, III, *a*.
[851] Décis. AMF, 1 octobre 2009, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 3, p. 22, note J.-P. PONS-HENRY.
[852] Il s'agit, en l'espèce, des acquisitions et cessions portant au total sur 464 803 actions Théolia. L'exemple montre la sévérité des sanctions prononcées par l'AMF en cas de manquement à l'obligation d'information, même s'il ne concerne pas nécessairement la rémunération des dirigeants.
[853] Décis. AMF, 21 octobre 2010, *Bull. Joly Bourse* 2011, § 53, p. 87, note F.- M. LAPRADE.
[854] C. mon. fin. art. L. 621-15, III, *a*.
[855] C. mon. fin. art. L. 621-15, III, *a* et *b*.
[856] Selon la Cour, « *le prononcé de sanctions pécuniaires à l'égard du dirigeant d'une personne morale, prises sur le fondement du règlement précité en raison de la diffusion d'informations trompeuses, n'est pas subordonné à la démonstration d'une faute séparable de ses fonctions, dès lors que la COB n'est pas saisie d'une action en responsabilité civile* », mais elle décide du bien-fondé d'une accusation en matière pénale au sens des dispositions de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales et de l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier : Cass. com., 31 mars 2004, n° 03-14991, *Bull. Joly Bourse* 2004, § 88, p. 460, note J.-J. DAIGRE ; *D.* 2004, p. 1961, note D. CARAMALLI ; *RTD com.* 2004, p. 564, note N. RONTCHEVSKY ; *Dr. Sociétés* 2004, n° 7, comm. 131, p. 28, note TH. BONNEAU.

238. Par ailleurs, le manquement administratif soulève aussi la question du cumul des sanctions pénales et administratives. Cependant, la question du cumul des sanctions se pose davantage en cas de publication d'informations fausses ou trompeuses[857]. En effet, ce n'est pas l'absence d'information qui présente le plus d'intérêt, sauf lorsqu'elle permet de réaliser un délit d'initié, mais c'est bien la qualité de l'information. La communication par le dirigeant des informations inexactes, imprécises ou trompeuses entraîne la mise en cause de sa responsabilité administrative, mais également civile et pénale. Les sanctions se trouvent donc renforcées.

239. Si l'AMF dispose du pouvoir d'infliger des sanctions, elle a aussi l'obligation d'aviser le parquet au cas où elle aurait, dans le cadre de ses attributions, connaissance d'un délit ou d'un crime, et de lui transmettre tous les renseignements, procès-verbaux et actes qui y sont relatifs[858]. La responsabilité du dirigeant dans ces cas, ainsi que le pouvoir de contrôle et de sanction de l'AMF seront développés dans la deuxième partie de cette recherche.

[857] V. *infra*, n° 518.
[858] C. mon. fin. art. L. 621-20-1.

CONCLUSION DU CHAPITRE 1

240. En réaction à la problématique des rémunérations excessives des dirigeants, le législateur a eu recours à une solution préventive qu'est l'amélioration des informations communiquées en la matière. Cette transparence a sorti la rémunération des dirigeants de l'ombre qui l'a entourée pendant longtemps et en a fait une information indispensable pour rétablir la confiance des actionnaires et atténuer la défiance de l'opinion publique. Cependant, la densification des obligations informatives vis-à-vis tant des actionnaires que du marché n'a en réalité pas permis un meilleur contrôle de la part des destinataires des informations. Ceux-ci se trouvent souvent informés *a posteriori* et dépourvus de tout pouvoir réel sur la détermination de la rémunération. De plus, les sanctions prévues par la loi ne garantissent pas le respect des obligations et ne concernent, dans la majorité des cas, que l'absence absolue de l'information, à l'exclusion de la communication d'une information incomplète ou insuffisante. Par comparaison, le contrôle exercé par l'AMF sur les sociétés cotées a davantage participé à l'amélioration de l'information du marché. Mais ce pouvoir de l'AMF est surtout concentré sur la communication d'informations fausses ou trompeuses, cas de figure qui, comme il sera précisé dans la seconde partie, ne présente pas beaucoup d'intérêt en matière de rémunération des dirigeants[859].

241. Par ailleurs, le mouvement de transparence qui s'est accéléré à partir des années 2000 n'a pas réalisé ses ambitions et n'a pas réussi à prévenir les scandales qui ont accompagné la crise financière de 2007. Alors que la transparence est en principe conçue pour restaurer la confiance, elle a conduit, notamment en période de crise, à une défiance médiatique et, par conséquent, à une défiance de l'opinion publique envers les dirigeants, en répandant à grande échelle les informations sur la rémunération des dirigeants[860]. La divulgation des émoluments des dirigeants a été également l'occasion pour ceux-ci de se comparer et de se situer les uns par rapport aux autres.

---

[859] V. *infra*, n° 508.

[860] M. DUPUIS, J.-C. DUHAMEL, « La transparence de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées à l'aune des droits fondamentaux », *art. préc.*, p. 87.

En conséquence, le législateur a décidé de rendre l'attribution de la rémunération des dirigeants plus objective moyennant l'extension du régime des conventions réglementées. Ce régime permet, en principe, de renforcer les pouvoirs des actionnaires dans les processus de la détermination de rémunération des dirigeants, et impose des conditions de performance sur l'octroi de cette rémunération.

CHAPITRE -2-

L'EXTENSION DU CHAMP DES CONVENTIONS RÉGLEMENTÉES

242. « *La lumière n'arrête pas le cynique et croire que la seule révélation des avantages financiers des dirigeants sociaux suffit à la prévention des abus relève d'un angélisme sympathique* »[861]. Le renforcement de l'accès aux informations relatives aux rémunérations des dirigeants n'a pas présenté une solution de lutte efficace contre les pratiques jugée excessives. Les scandales financiers qui ont éclaté malgré la multiplication des obligations de transparence ont démontré que la simple divulgation des sommes octroyées aux dirigeants ne suffit pas à prévenir l'excès, et ont souligné la nécessité de mettre en place de nouvelles mesures[862]. Le législateur est donc intervenu une fois encore pour encadrer l'attribution des rémunérations.

243. Cependant, alors que l'opinion publique était sensible à la question du montant des avantages des dirigeants, l'intervention du législateur a visé le seul domaine de la procédure. En effet, la rémunération des dirigeants revêt, en principe, une nature institutionnelle dans la mesure où sa fixation relève de la compétence exclusive du conseil d'administration ou de surveillance[863]. À l'exception de la détermination de la somme annuelle allouée aux administrateurs au titre des jetons de présence[864], l'assemblée générale ne pouvait intervenir dans la fixation de la rémunération des dirigeants[865].

Cette absence de contrôle des actionnaires est susceptible de conduire à l'abus dans la mesure où le dirigeant peut influencer la décision fixant sa rémunération, notamment lorsque cette dernière est due à l'occasion de son départ. Afin d'améliorer la transparence et de prévenir les conflits d'intérêts conduisant à l'excès dans la détermination de la rémunération des dirigeants, le législateur a décidé de renforcer le pouvoir des actionnaires et de conférer à

---

[861] A. VIANDIER, « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 », *art. préc.*, p. 35.
[862] Comme cela a été précédemment exposé, les indemnités de départ de l'ex-PDG de la société Carrefour ont été à l'origine de l'intervention du législateur en 2005, V. *supra*, n° 189.
[863] C. com. art. L. 225-47 et L. 225-53, al. 3.
[864] C. com. art. L. 225-45, al. 1 et L. 225-53.
[865] Le cas des jetons de présence a été exclu du cadre de cette étude puisqu'il s'agit d'une somme annuelle déterminée par l'assemblée générale des actionnaires et qui ne pose pas de problème au regard de la question de la rémunération des dirigeants.

cette rémunération un caractère conventionnel en étendant le champ des conventions réglementées aux avantages différés octroyés aux dirigeants[866] **(Section 1)**.

Le régime des conventions réglementées a été critiqué puisqu'il n'impose que des conditions de forme dont la satisfaction conduit automatiquement au versement de l'indemnité sans tenir compte des performances du dirigeant[867]. La loi TEPA de 2007 est donc venue renforcer le régime des conventions réglementées en subordonnant l'attribution des indemnités de départ à des conditions de performance[868]. L'association entre la rémunération octroyée et la performance réalisée a marqué un véritable renforcement du contrôle de l'octroi des rémunérations, mais elle n'est pas parvenue à convaincre de la nature conventionnelle de la rémunération **(Section 2)**.

SECTION -1- LA NATURE CONVENTIONNELLE DE LA RÉMUNÉRATION AU SERVICE DE LA LUTTE CONTRE L'EXCÈS

244. Sous l'empire de la loi du 24 juillet 1867, la nature de la rémunération faisait débat. En effet, déterminer si la rémunération des dirigeants revêt une nature institutionnelle ou conventionnelle n'est pas sans incidence. Lorsque l'attribution de la rémunération relève d'une convention, elle doit être soumise à la procédure des conventions réglementées. En revanche, si la rémunération présente un caractère institutionnel, il revient à l'organe compétent, à savoir le conseil d'administration ou de surveillance, de la fixer, la modifier ou la supprimer unilatéralement. La loi du 24 juillet 1966 a mis fin aux polémiques et a affirmé le caractère institutionnel de la rémunération en décidant que sa détermination ressort de la compétence exclusive du conseil d'administration ou de surveillance[869]. Cependant, ce caractère institutionnel est souvent contesté dans la mesure où le dirigeant pourrait influencer la décision du conseil en privilégiant son intérêt propre, de même que les autres membres du conseil d'administration pourraient privilégier l'intérêt de leur collègue **(§1)**. L'excès résultant de cette situation a incité le législateur à recourir au mécanisme conventionnel en élargissant

[866] Rapport de G. CARREZ sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, *op. cit.*, p. 45 : « *L'objectif est d'améliorer la transparence en faisant approuver par l'assemblée générale des actionnaires, seul organe représentant les propriétaires de la société, l'ensemble des éléments des rémunérations de ces dirigeants* ».
[867] S. MESSAÏ-BAHRI, « Le régime juridique des parachutes dorés », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 114, p. 521.
[868] C. com. art. L. 225-42-1, al. 5 et L. 225-90-1, al. 5.
[869] Art. 110, al. 1er de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.

le champ d'application des conventions réglementées. Cette mesure permet de renforcer le contrôle des actionnaires sur l'attribution des rémunérations, mais son efficacité n'est pas attestée **(§2)**.

§ 1. UNE NATURE INSTITUTIONNELLE CONTESTÉE

245. Le législateur a fait le choix de garder le silence quant à la détermination de la rémunération des dirigeants dans certaines sociétés. Par exemple, dans les SARL, cette opération s'effectue par le biais des statuts ou d'une décision collective des associés, ainsi qu'a pu le préciser la Cour de cassation[870]. Il en va tout autrement pour les sociétés anonymes : la fixation de la rémunération de leurs dirigeants y est précisément encadrée. La loi comme la jurisprudence affirment que cette rémunération a un caractère institutionnel qui se manifeste au travers d'une décision unilatérale relevant de la compétence exclusive du conseil d'administration ou de surveillance. En pratique, si la compétence du conseil ne saurait être contestée **(A)**, l'unilatéralité de la décision est bien souvent hypothétique **(B)**.

A / Une compétence exclusive affirmée

246. Nul ne peut se substituer à l'organe exécutif pour fixer la rémunération des dirigeants **(a)**. L'existence dans la société d'un comité chargé d'étudier la question relative à la détermination de la rémunération ne peut retirer au conseil ses compétences **(b)**.

a) Une omnipotence de l'organe exécutif

247. Aux termes des articles L. 225-47 et L. 225-53, alinéa 3, du Code de commerce, la fixation de la rémunération du président du conseil d'administration, du directeur général et, le cas échéant, du directeur général délégué, relève de la compétence exclusive du conseil d'administration. Cette omnipotence est également reconnue par l'article L. 225-63 du Code de commerce au conseil de surveillance en matière de rémunération des membres du directoire ou du directeur général unique. La compétence exclusive signifie qu'aucun autre acteur de la société ne peut se substituer au conseil d'administration ou au conseil de

[870] Cass. com., 25 septembre 2012, n° 11-22754, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 68, p. 207, note B. DONDERO ; *D.* 2012, p. 2302, note A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2013, p. 224, note A. LECOURT.

surveillance dans sa mission de fixation de la rémunération des membres de la direction générale. Le fondement de cette compétence se trouve dans la conception institutionnelle de la société anonyme selon laquelle aucun organe ne peut empiéter sur les compétences d'un autre et la répartition des pouvoirs ne peut être modifiée[871]. La rémunération ne peut donc être déterminée par le dirigeant lui-même[872], ni par une convention conclue avec un tiers[873]. Les actionnaires eux-mêmes n'ont pas de droit de vote décisionnel sur la rémunération. Cette compétence implique également que la rémunération ne peut pas être fixée judiciairement[874], sauf en cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire, et non d'une procédure de sauvegarde[875].

Nombreux sont les arrêts qui ont confirmé la compétence exclusive du conseil dans la détermination de la rémunération des dirigeants. La jurisprudence ne cesse d'affirmer que la rémunération « *doit faire l'objet d'une délibération du conseil d'administration sur son montant et ses modalités* »[876]. Cette compétence étant préalable, le pouvoir de l'organe exécutif ne saurait être limité à une approbation *a posteriori* de la rémunération[877]. Le conseil d'administration ne peut donc ratifier la décision du président qui, sans obtenir préalablement une décision du conseil, s'est alloué une rémunération[878]. Conformément à cette compétence de principe du conseil, son ordre du jour doit comporter un projet de résolution précisant, de la façon la plus complète possible, le montant et les modalités d'attribution de la

---

[871] Cass. civ., 4 juin 1946, *JCP* G 1947, II, 3518, note D. BASTIAN « *Attendu en effet que la société anonyme est une société dont les organes sont hiérarchisés et dans laquelle l'administration est exercée par un conseil, élu par l'assemblée générale ; qu'il n'appartient donc pas à l'assemblée générale d'empiéter sur les prérogatives du conseil en matière d'administration* » ; J.-J. DAIGRE, « Réflexions sur le statut des dirigeants sociaux », *Rev. sociétés* 1981, p. 497 ; J. LEBLOND, « Les pouvoirs respectifs de l'assemblée générale, du conseil d'administration, du président-directeur général et du directeur-général adjoint dans la doctrine institutionnelle », *Gaz. Pal.* 1957, I, p. 29 ; P. FAUCONNEAU, « Du défaut d'autorisation préalable du conseil d'administration en matière de conventions soumises à l'article 40 de la loi du 24 juillet 1867 », *Gaz. Pal.* 1960, I, p. 8.

[872] Cass. com., 15 décembre 1987, n° 86-13479, *Bull. civ.*, IV, n° 280, p. 209 ; *Bull. Joly Sociétés* 1988, p. 319, note A. PICAND-L'AMEZEC.

[873] Cass. com., 14 septembre 2010, n° 09-16.084, *Rev. sociétés* 2010, p. 462, note A. LIENHARD.

[874] Cass. com., 12 décembre 1995, n° 94-12489, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 68, p. 207, note P. LE CANNU ; Cass. com., 11 janvier 1972, n° 69-11205, *Bull. civ.*, IV, n° 19, p. 18 ; Cass. com., 31 mars 2009, n° 08-11860, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 131, p. 660, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2009, n° 6, comm. 116, p. 23, note D. GALLOIS-COCHET ; Cass. com., 17 décembre 2013, n° 12-27213, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 6, p. 147, note B. DONDERO.

[875] C. com. art. L. 631-11, al. 1 : « *Le juge-commissaire fixe la rémunération afférente aux fonctions exercées par le débiteur s'il est une personne physique ou les dirigeants de la personne morale* » ; T. MONTÉRAN, M. SIMONNOT, « L'impact des procédures collectives sur la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 46.

[876] Cass. com., 6 février 2007, n° 03-10085 et n° 01-17877, *Bull. Joly Sociétés* 2007, p. 1007, note A. COURET ; Cass. com., 24 octobre 2000, *RJDA* 2/2001, n° 177, p. 170 ; Cass. com., 9 mai 1990, n° 88-19187, *Bull. Joly Sociétés* 1990, § 177, p. 641, note P. REIGNÉ.

[877] Cass. com., 15 décembre 1987, n° 86-13479, *préc*.

[878] Cass. com., 30 novembre 2004, n° 01-13216, *Rev. sociétés* 2005, p. 631, note J.-F. BARBIÈRI ; *RTD.* com. 2005, p. 119, obs. P. LE CANNU ; *Bull. Joly Sociétés* 2005, p. 391, § 77, note D. VIDAL.

rémunération[879]. Il en découle que la décision du conseil doit être explicite, et le fait d'avoir accepté la nomination d'un directeur général, comportant une proposition de rémunération faite par la filiale chargée de recrutement, ne peut pas être interprété comme une reconnaissance implicite de cette rémunération[880]. De même, la confirmation de la rémunération par simple référence à une décision prise par deux administrateurs ne peut suppléer la décision du conseil d'administration[881].

La compétence exclusive du conseil est confirmée en matière d'octroi de stock-options et d'attribution gratuite d'actions. Il est vrai que l'assemblée générale doit autoriser l'attribution d'options ou d'actions et qu'elle peut décider si cette attribution a vocation à concerner l'ensemble du personnel ou seulement une certaine catégorie de salariés, mais elle n'a pas le pouvoir de déterminer nominativement les bénéficiaires d'une telle attribution. Ceci relève de la compétence exclusive du conseil d'administration, ou du directoire[882]. L'essentiel du dispositif d'attribution gratuite d'actions ou d'options de souscription ou d'achat d'actions demeure alors entre les mains des organes d'administration qui fixent aussi les conditions et les critères d'attribution.

248. Le non-respect de la compétence exclusive du conseil pourrait entraîner certaines sanctions[883] : dénonciation par le commissaire aux comptes au conseil d'administration et à l'assemblée générale, délit d'abus de biens sociaux, délits comptables, dans certains cas, délit d'entrave au fonctionnement du comité d'entreprise[884], et éventuellement, pour les commissaires aux comptes, délit de non-révélation des faits délictueux[885]. Le dirigeant peut aussi se trouver obligé de restituer les rémunérations irrégulièrement accordées[886], ou condamné à des dommages-intérêts pour procédure irrégulière[887]. En revanche, la Cour de cassation a pu juger que ne commet pas une faute grave le directeur général qui perçoit des rémunérations n'ayant pas fait l'objet d'un vote du conseil d'administration, lorsque l'absence

---

[879] H. HOVASSE, note sous Cass. com., 11 octobre 2005, n° 02-13520, *JCP* E 2005, n° 49, 1796, p. 2111.
[880] Cass. com., 13 février 1996, n° 94-11094, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 134, p. 390, note P. LE CANNU ; Cass. com., 27 février 2001, n° 98-14502, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 159, p. 631, note M. STORCK.
[881] Cass. com., 11 octobre 2005, n° 02-13520, *D.* 2005, p. 2743, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2006, p. 132, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 2006, p. 79, note J.-P. MATTOUT ; *JCP* E 2005, 1796, p. 2111, note H. HOVASSE.
[882] V. *supra*, n° 196.
[883] P. LE CANNU, « Rémunérations des dirigeants de société anonyme et contrôle des conventions », *Bull. Joly Sociétés*, 1996, § 203, p. 567, n° 3.
[884] C. trav. art. L. 2328-1.
[885] C. com. art. L. 820-7.
[886] Cass. com., 15 décembre 1987, n° 86-13479, *préc* ; Cass. com., 30 novembre 2004, n° 01-13216, *préc*.
[887] Cass. com., 4 juillet 1995, n° 93-17969, *Rev. sociétés* 1995, p. 504, note P. LE CANNU ; *D.* 1996, p. 186, note J.-C. HALLOUIN ; *Bull. Joly Sociétés* 1995, p. 968, note J.-F. BARBIÈRI ; *RTD com.* 1996, p. 69, obs. B. PETIT et Y. REINHARD.

de délibération expresse du conseil résultait de ce que les administrateurs avaient décidé de lui conserver les rémunérations qui lui avaient été consenties lors de ses précédents mandats[888].

249. La compétence exclusive de l'organe exécutif invite à s'interroger sur l'opportunité de l'instauration d'un comité des rémunérations chargé de la détermination de la rémunération des dirigeants.

b) Un rôle consultatif du comité des rémunérations

250. L'institution des comités spécialisés au sein des conseils d'administration des sociétés anonymes était pratiquée sous l'empire de la loi du 24 juillet 1867[889]. La loi de 1966 n'en a pas fait mention, tandis que son décret d'application du 23 mars 1967 a autorisé la création de tels comités en disposant que le conseil d'administration « *peut conférer à un ou plusieurs de ses membres ou à des tiers, actionnaires ou non, tous mandats spéciaux pour un ou plusieurs objets déterminés. Il peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son président soumet, pour avis, à leur examen. Il fixe la composition et les attributions des comités qui exercent leur activité sous sa responsabilité* »[890]. Ainsi, le conseil d'administration, ou de surveillance, peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions qu'il soumet à leur examen, telle la rémunération des dirigeants. La création d'un comité des rémunérations n'est obligatoire que pour les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les sociétés de capital-risque dont le bilan dépasse dix milliards d'euros[891].

L'objectif de l'instauration d'un comité des rémunérations est d'assister les membres du conseil dans la fixation de la rémunération[892]. L'idée est née aux États-Unis afin d'améliorer

---

[888] Cass. com., 16 avril 2013, n° 09-14999, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 562, note M. CAFFIN-MOI.

[889] Article 2 de la loi du 16 novembre 1940 relative aux sociétés anonymes, *JORF* du 9 septembre 1950, p. 1398 : « *Le président peut nommer un comité composé, soit d'administrateurs, soit de directeurs, soit d'administrateur et de directeurs de la société. Les membres de ce comité sont chargés d'étudier les questions que le président renvoie à leur examen* ».

[890] Articles 90 et 115 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales, devenus articles R. 225-29 et R. 225-56 du Code de commerce.

[891] Article 3 du décret n° 2012-67 du 20 janvier 2012 fixant les seuils imposant la création d'un comité des rémunérations dans les établissements de crédit, entreprises d'investissement et sociétés de capital-risque, *JORF* du 22 janvier 2012, n° 0019, p. 1285 : « *Les sociétés de capital-risque mentionnées au I de l'article 1er de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 susvisée dont le bilan, social ou consolidé, dépasse dix milliards d'euros sont tenues, en application de l'article L. 511-41-1 A du code monétaire et financier, de constituer en leur sein un comité des rémunérations* ».

[892] v. C. mon. fin. art. L. 511-102, relatif au rôle du comité des rémunérations dans les établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

le fonctionnement des conseils, en distinguant les fonctions exécutives et non exécutives, et en constituant des comités au sein des conseils pour permettre aux administrateurs non exécutifs de mieux exercer leur fonction[893]. Ensuite, la pratique du comité des rémunérations a successivement atteint le Royaume-Uni et la France, et s'est développée avec l'évolution du mouvement de la gouvernance d'entreprise[894]. Ainsi, la grande majorité des sociétés cotées a instauré, notamment à la suite de la publication d'un code de gouvernance d'entreprise en 2008[895], un comité spécialisé pour examiner les principes de la politique de rémunération de l'entreprise[896].

251. Cependant, le rôle du comité des rémunérations n'est que consultatif. Celui-ci ne peut que faire des propositions au conseil et ne peut en aucun cas lui retirer ses compétences ou se substituer à lui dans son pouvoir de décision[897]. La loi affirme que le comité des rémunérations ne peut avoir aucun rôle décisionnel[898]. L'exigence d'une délibération au sein du conseil sur le montant et les modalités de la rémunération empêche toute délégation de pouvoir au comité des rémunérations. Ce principe a été confirmé par la Cour de cassation dans l'arrêt du 4 juillet 1995[899]. En l'espèce, le conseil d'administration avait délégué la charge de fixer le montant de la rémunération de son président à une commission *ad hoc*. Le rapport de cette commission avait été annexé au procès-verbal de la réunion du conseil d'administration sans avoir fait l'objet d'une délibération formelle. La Cour a indiqué que seule une délibération formelle du conseil d'administration satisfait aux exigences légales. Les juges ne condamnent pas le recours à un comité des rémunérations, mais ils sont ouvertement hostiles au transfert du pouvoir décisionnel à un tel comité.

252. Par ailleurs, l'existence d'un comité des rémunérations ne doit en aucun cas déresponsabiliser le conseil. Le comité juridique de l'ANSA affirme en ce sens que « *la présence d'un comité ne supprime ni n'atténue en rien la responsabilité collégiale du conseil* »[900]. Toutefois, le non-exercice, factuel, de ses prérogatives par le conseil[901],

---

[893] Y. PACLOT, « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2011, p. 395, n° 4.
[894] *Ibid*.
[895] Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (MEDEF/AFEP), décembre 2008.
[896] Selon le rapport d'activité du Haut comité de gouvernement d'entreprise, seulement trois sociétés du SBF 120 n'ont pas mis en place un comité des rémunérations en 2013, HCGE, « Rapport d'activité », octobre 2014, § 4.2, p. 68.
[897] Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-10572, *Bull. Joly Sociétés* 2008, §145, p. 674, note P. LE CANNU ; P. LE CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, n° 783, p. 527.
[898] C. com. art. R. 225-56, al. 2.
[899] Cass. com., 4 juillet 1995, n° 93-17969, *préc*.
[900] ANSA, 20 décembre 2005, n° 05-071.

conduirait en pratique à un accroissement des pouvoirs de décision du comité des rémunérations et permettrait éventuellement certains excès dans la détermination de la rémunération. En outre, les liens commerciaux, ou même sociaux, qui se trouvent parfois entre certains membres des comités et les dirigeants de la société pourraient également contribuer à l'excès[902]. L'affaire Vinci, dont l'espèce a déjà été évoquée[903], montre que la désignation des membres du comité des rémunérations n'est pas assez précisément encadrée[904], et fournit un exemple de l'influence que le dirigeant peut exercer sur ses membres pour obtenir la rémunération qu'il souhaite. C'est pour cette raison que les règles du droit souple insistent sur la nécessité de l'existence des administrateurs indépendants au sein des comités spécialisées[905]. Selon un auteur, la responsabilité des membres du comité des rémunérations pourrait être recherchée en cas de versement de rémunérations excessives, s'il est établi que ces membres ont agi sous l'influence des dirigeants, manquant de ce fait à l'obligation d'indépendance inhérente à leur mission[906]. Néanmoins, dans l'affaire Vinci, la poursuite n'a pas été dirigée contre les administrateurs mais contre le dirigeant.

L'influence exercée en pratique par les dirigeants ne change pas le fait que la fonction consultative du comité des rémunérations conduit à confirmer la compétence exclusive du conseil. Celui-ci est un organe collégial qui a seul reçu de la loi compétence pour fixer la rémunération des dirigeants ; le comité ne peut dès lors en être qu'une émanation, et son rôle se limite à éclairer le conseil sur la question de la rémunération et à préparer ses travaux[907].

---

[901] A. DETOEUF, *Propos de O.-L. Barenton confiseur*, Paris : les Éd. d'Organisation, 1989, p. 93 : « *Toute séance du conseil d'administration comporte deux opérations importantes et deux seulement : la signature du registre de présence et la fixation de la prochaine séance* ».

[902] Rapport de C. DE COURSON du 16 juin 2009 sur la proposition de loi de M. François Sauvadet et plusieurs de ses collègues, visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes, *AN*, n° 1737, p. 23 : « *Un examen attentif relève que, dans de très nombreux cas de sociétés du CAC 40, il existe une grande proximité fonctionnelle entre certains membres de ces comités et les dirigeants de l'entreprise. Parmi les exemples les plus parlants, figure notamment celui de PSA, dont le comité des rémunérations est constitué de M. Thierry Peugeot, président du conseil de surveillance, M. Jean-Philippe Peugeot, vice-président du conseil, M. Ernest Antoine Seillière, président du conseil de surveillance de Wendel, et M. Jean-Louis Silvant, ancien membre du comité exécutif de PSA et vice-président du conseil de surveillance. Au sein de la société Air Liquide, le comité des rémunérations est également composé de M. Lindsay Owen Jones, président du conseil d'administration de L'Oréal, M. Alain Joly, ancien président du conseil de surveillance de l'entreprise, M. Thierry Desmarest, président du conseil d'administration de Total, et M. Cornelis van Lede, président du conseil de surveillance de Heineken NV* ».

[903] V. *supra*, n° 168.

[904] P. LE CANNU, « La rémunération des dirigeants de société : les tendances du moment », *Rj com*. novembre / décembre 2012, n° 6, p. 3, spéc. p. 7.

[905] V. *infra*, n° 375.

[906] D. MARTIN, « La responsabilité des membres des comités du conseil », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 136, spéc. p. 141.

[907] J.-M. MOULIN, « Sociétés anonymes – Gouvernance des sociétés », *J-Cl. Commercial*, 28 avril 2010, Fasc. 1350, n° 84 et s.

Cette compétence du conseil lui confère également le pouvoir de déterminer unilatéralement la rémunération du dirigeant.

B / Une décision unilatérale théorique

253. Le conseil, seul compétent pour fixer la rémunération des dirigeants, doit prendre sa décision unilatéralement **(a)**. Ce caractère unilatéral s'étend également à la décision de modification ou de suppression de la rémunération **(b)**.

a) La fixation unilatérale de la rémunération

254. La nature institutionnelle de la rémunération implique le caractère unilatéral de la décision du conseil d'administration, ou de surveillance, seul compétent pour déterminer la rémunération du dirigeant. Cela signifie que la fixation de la rémunération ne procède pas d'une convention, mais d'un acte unilatéral de l'organe exécutif. Celui-ci détermine le montant qu'il souhaite sans avoir à en justifier les raisons, et sans s'engager à une négociation avec le dirigeant. En cas de pluralité de dirigeants, le conseil ne peut pas allouer une somme globale que les dirigeants se répartiraient entre eux, mais il doit fixer la rémunération de chacun des dirigeants séparément[908].

Le caractère unilatéral de la décision fixant la rémunération des dirigeants a été souligné par un auteur qui estime que le dirigeant ne peut pas discuter sa rémunération, « *il ne peut qu'accepter ou refuser d'entrer dans l'institution ; s'il accepte, il prend le chiffre d'émolument que le conseil a fixé* »[909]. Ainsi, le dirigeant perçoit, en principe, la rémunération que la société lui attribue et qu'elle juge opportune. Si le conseil n'a pas fixé les modalités de rémunération, le dirigeant ne saurait prétendre à une rétribution, et le fait d'attribuer une rémunération au dirigeant pendant une certaine période ne lui confère aucun droit acquis sur

[908] C. CATHIARD, B. SAINTOURENS et A. LEMERCIER, « La rémunération des dirigeants dans les sociétés par actions », *art. préc*., p.14.
[909] J. HAMEL, « L'article 40 de la loi de 1867 et la rémunération des présidents de sociétés anonymes », *Gaz. Pal*. 1957, II, p. 60.

cette rémunération[910]. Il ne peut pas davantage exercer d'action sur le fondement de l'enrichissement sans cause de la société[911].

255. Le pouvoir unilatéral du conseil ne se limite pas à la détermination de la rémunération des dirigeants, mais s'étend également à la modification et à la suppression de cette rémunération.

b) La modification ou la suppression unilatérale de la rémunération

256. La compétence discrétionnaire du conseil lui permet également de défaire ce qu'il a préalablement établi, c'est-à-dire de modifier ou de supprimer unilatéralement les rémunérations qu'il a fixées, sans avoir à justifier sa décision. Il s'agit d'une application de la règle de parallélisme des formes[912]. Ainsi, la Cour de cassation n'a pas remis en cause la modification d'une rémunération attribuée à un membre du directoire seulement quelques jours après son attribution[913]. Il a également été admis que le conseil d'administration n'outrepasse pas ses pouvoirs en substituant à un avantage pécuniaire une autre indemnité, dès lors que « *si la loi l'autorise à déterminer la rémunération de son président, elle lui permet nécessairement de modifier celle-ci* »[914].

Quant à la suppression de la rémunération, la jurisprudence considère que le conseil a le pouvoir d'annuler librement une augmentation de rémunération préalablement décidée, sans que les dirigeants concernés puissent invoquer un droit à rémunération précédemment acquis[915]. La Cour de cassation a également admis qu'une pension viagère avait été valablement supprimée par le conseil d'administration puisqu'elle est devenue une charge excessive pour la société au regard de sa situation financière[916]. La compétence du conseil pour supprimer la rémunération du dirigeant a été rappelée en matière de fusion par absorption. La Haute cour a en effet affirmé que l'assemblée générale de la société absorbante

---

[910] CA Paris, 1er décembre 2000, *Dr. Sociétés* 2001, n° 4, comm. 66.
[911] S'agissant d'un administrateur : Cass. com., 16 mai 1995, n° 93-14709, *Bull. Joly Sociétés* 1995, §260, p. 757, note P. LE CANNU ; Cass. soc., 5 novembre 2009, n° 08-43177, *Bull. Joly Sociétés 2010*, § 91, p. 462, note P. LE CANNU.
[912] L. AMIEL-COSME, « Rémunération des dirigeants sociaux », *art. préc.*, n° 48.
[913] Cass. com., 16 juillet 1985, n° 83-17416, *Rev. sociétés* 1985, p. 842, note J. GUYÉNOT.
[914] TGI Paris, 26 octobre 1999, *Dr. Sociétés* 2000, n° 2, comm. 31, p. 17, note D. VIDAL ; *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 118, p. 538, note P. LE CANNU.
[915] Cass. com., 12 décembre 1995, n° 94-12489, *préc*.
[916] Cass. com., 24 octobre 2000, n° 98-18367, *RJDA* 2/2001, n° 177, p. 170 ; *RTD com.* 2001, p. 161, note J.-P. CHAZAL et Y. REINHARD ; *Rev. sociétés* 2001, p. 95, note P. LE CANNU.

n'est pas habilitée à supprimer un complément de retraite régulièrement accordé au dirigeant par le conseil d'administration de la société absorbée[917]. La cour d'appel de Paris a encore pu juger qu'il appartenait au conseil d'administration, s'il entendait mettre fin à la rémunération, de prendre une délibération sur ce point. La renonciation à sa rémunération par le président directeur-général, si elle n'est pas explicite, ne peut être présumée[918].

257. Pas plus pour l'attribution que pour la modification et la suppression de la rémunération, l'accord du dirigeant bénéficiaire n'est nécessaire[919]. Néanmoins, un arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation, rendu le 10 février 2009, a précisé que, sauf accord du dirigeant, la modification ne peut pas avoir d'effet rétroactif, et ceci quand bien même les sommes dues n'auraient pas encore été payées[920].

258. L'institutionnalisation de la procédure de détermination de la rémunération des dirigeants pourrait être considérée comme positive en termes de gouvernance d'entreprise dans la mesure où le dirigeant n'a aucun droit au maintien de sa rémunération, alors que le conseil peut réduire ou même supprimer la rémunération si la performance du bénéficiaire n'est pas satisfaisante[921]. Mais encore faut-il que cette prérogative soit exercée par le conseil. Concrètement, l'unilatéralité de la décision du conseil d'administration, ou du conseil de surveillance, est contestée et elle ne procède pas d'un « *réalisme aveuglant* »[922]. En effet, la décision fixant, modifiant ou même supprimant la rémunération du dirigeant n'intervient souvent qu'après une discussion avec ce dernier. En réalité, les dirigeants sociaux sont « *les mieux armés pour les pourparlers contractuels, si on les compare à la majorité des salariés, qui concluent un simple contrat d'adhésion avec la société qui accepte de les employer* »[923]. La rémunération fait donc en pratique l'objet d'une négociation entre la société et le dirigeant, et la décision est quasiment toujours prise avec l'accord de ce dernier[924].

---

[917] Cass. com., 10 février 1998, n° 95-22052, *RJDA* 5/1998, n° 611, p. 428 ; *RTD com.* 1998, p. 353, note C. CHAMPAUD et D. DANET ; *RTD com.* 1998, p. 376, note B. PETIT et Y. REINHARD.
[918] CA Paris, 31mai 1996, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 337, p. 932, note P. LE CANNU. ; *RJDA* 10/1996, n° 1210, p. 872.
[919] CA Paris, 19 mai 1998, *Bull. Joly Sociétés* 1998, § 357, p. 1164, note M. STORCK ; *RJDA* 11/98, n° 1242, p. 932.
[920] Cass. com., 10 février 2009, n° 08-12564, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 110, p. 556, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2009, n° 4, comm. 74, p. 28, note D. GALLOIS-COCHET ; *Rev. sociétés* 2009, p. 359, note J.-P. MATTOUT ; *D.* 2009, p. 498, obs. A. LIENHARD.
[921] S. SYLVESTRE, « La rémunération « d'activité » des dirigeants : brèves observations en faveur d'une réforme », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 116, p. 532.
[922] P. LE CANNU, « Les rémunérations des dirigeants de sociétés commerciales », *in Mélanges AEDBF-France I*, Paris : la Revue Banque, 1997, p. 247.
[923] P. LE CANNU, « Rémunérations des dirigeants de société anonyme et contrôle des conventions », *art. préc.*, n° 3.
[924] B. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 113, spéc. n° 3.

Par ailleurs, dans les sociétés de type moniste, le dirigeant, qui assume aussi des fonctions d'administrateur, peut prendre part au vote sur sa propre rémunération[925].

Le législateur a souhaité protéger l'intérêt social en réservant à la rémunération des dirigeants une nature institutionnelle se matérialisant par une décision unilatérale prise par un seul organe. Ce dernier est choisi par les propriétaires de la société et est censé être, en principe, le meilleur représentant de l'intérêt de la société. Cependant, l'absence d'exercice effectif par certains conseils de leurs prérogatives et l'influence exercée en pratique par certains dirigeants sur la décision de fixation de la rémunération conduisent à corrompre cette nature institutionnelle et permettent aux dirigeants de s'octroyer des rémunérations assez importantes. Ce décalage entre le droit et la pratique a été critiqué par certains auteurs estimant que « *considérer que la fixation de la rémunération du dirigeant constitue un acte unilatéral qui relève de la seule volonté du conseil relève pour une large part de la fiction* »[926].

259. Dès lors, afin d'améliorer la transparence et d'encadrer les conflits d'intérêts permettant aux dirigeants d'influencer les décisions des conseils, ainsi qu'en raison de la nature de certaines rémunérations, le législateur a décidé d'atténuer le caractère institutionnel de la procédure de fixation de la rémunération des dirigeants et d'adopter un mécanisme conventionnel. Pour cela, les actionnaires se sont vu reconnaître la possibilité d'intervenir dans certaines situations et sur certains éléments de rémunération des dirigeants.

§ 2. UN MÉCANISME CONVENTIONNEL INEFFICACE

260. La situation des dirigeants des sociétés anonymes peut être aménagée par des conventions relatives à l'entrée, à l'exercice ainsi qu'à la fin des fonctions de direction[927]. La convention passée entre la société et l'un de ses dirigeants peut être l'occasion d'abus d'influence commis par ce dernier au détriment de l'intérêt social[928]. Toute convention entre la société et ses dirigeants aurait pu être simplement interdite, mais le législateur n'a pas

[925] En outre, selon l'alinéa 4 de l'article L. 225-37 du Code de commerce, la voix du président du conseil d'administration est prépondérante s'il préside la séance pendant laquelle sa rémunération sera votée.
[926] S. SYLVESTRE, « La rémunération « d'activité » des dirigeants : brèves observations en faveur d'une réforme », *art. préc.*, p. 536 ; P. LE CANNU, note sous CA Paris, 31 mai 1996, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 337, p. 932 : *« Jouant au chat et à la souris avec la réalité des choses, la jurisprudence considère qu'il n'y a pas de convention entre le président du conseil d'administration et la société ; c'est le conseil d'administration qui « fixe » la rémunération, sans accord de volonté avec l'intéressé* ».
[927] P. MOUSSERON, *Les conventions sociétaires*, 2e éd., Issy-les-Moulineaux : L.G.D.J, 2014, p. 223 et s.
[928] S. ZREIK, *Conventions réglementées et intérêt social en droit comparé*, Paris : L.G.D.J, 2012, p. 45 et s.

souhaité aller jusqu'à de telles extrémités car certaines conventions peuvent être utiles à la fois pour la société et pour le dirigeant. Afin de prévenir les conflits entre l'intérêt social et l'intérêt personnel du dirigeant, la loi a mis en place un compromis fondé sur les risques liés aux conventions en cause[929]. Ainsi, les conventions qui présentent un risque majeur pour le patrimoine social sont absolument interdites[930]. En revanche, les conventions conclues à des conditions normales et qui portent sur des opérations courantes sont librement autorisées[931]. Enfin, les conventions qui ne sont ni libres ni interdites sont soumises à la procédure des conventions réglementées prévue par l'article L. 225-38 du Code de commerce[932]. Cet article dispose que « *toute convention intervenant directement ou par personne interposée entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs […] doit être soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration. Il en est de même des conventions auxquelles une des personnes visées à l'alinéa précédent est indirectement intéressée* ».

Le caractère institutionnel de la rémunération du dirigeant relevant de la compétence exclusive de l'organe exécutif fait naturellement obstacle à ce que la détermination de cette rémunération constitue une convention. Néanmoins, la confrontation des intérêts personnels des dirigeants avec l'intérêt social et les abus qui en résultent, ainsi que la nature de certains éléments de rémunération, ont conduit le législateur à leur appliquer une procédure conventionnelle. Ainsi, l'attribution de certaines rémunérations, à savoir les rémunérations accordées en raison de la cessation ou du changement des fonctions, autrement appelées « *rémunérations différées* »[933], a été soumise au régime des conventions réglementées. L'application de la procédure des conventions réglementées à ces rémunérations s'étant faite progressivement **(A)**, elle a permis tout aussi progressivement aux actionnaires de participer à la détermination de la rémunération des dirigeants. Cependant, ce régime s'est rapidement montré inefficace **(B)**.

[929] M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *Droit des sociétés, op. cit.*, p. 349.
[930] C. com. art. L. 225-43.
[931] C. com. art. L. 225-39.
[932] C. com. art. L. 225-86, s'agissant des sociétés à directoire et conseil de surveillance.
[933] L'expression de « rémunérations différées » est employée par les parlementaires dans les discussions législatives. Elle figure, par exemple, dans le Rapport de P. MARINI du 19 juillet 2007, *op. cit.*, p. 160.

A / L'application progressive du régime des conventions réglementées aux rémunérations différées

261. Avant que la nature des rémunérations différées octroyées aux dirigeants ne soit consacrée par la loi **(b)**, la jurisprudence conditionnait la soumission de ces rémunérations au régime des conventions réglementées à la perte de leur caractère rémunératoire **(a)**.

a) Une application conditionnée

262. Le régime des conventions réglementées a été introduit en droit français par la loi du 24 juillet 1867. L'article 40 de cette loi disposait que : « *il est interdit aux administrateurs de prendre ou de conserver un intérêt direct ou indirect dans une entreprise ou dans un marché fait avec la société ou pour son compte, à moins qu'ils n'y soient autorisés par l'assemblée générale ; Il est, chaque année, rendu à l'assemblée générale un compte spécial de l'exécution des marchés ou entreprises par elles autorisés, aux termes du paragraphe précédent* ». L'interprétation de cet article a donné lieu à une vive controverse jurisprudentielle et doctrinale quant à la possibilité de soumettre la rémunération du président-directeur général au contrôle de l'assemblée générale[934]. La controverse a perduré, même après la modification apportée par la loi du 4 mars 1943[935], qui a élargi le champ des actes visés par le contrôle et a exigé que l'autorisation préalable d'une convention soit accordée par l'organe exécutif et non plus par l'assemblée générale[936]. La doctrine et la jurisprudence étaient divisées. Alors que, pour certains, la rémunération du président ne constituait qu'un complément de rémunération de sorte que l'article 40 précité n'avait pas vocation à s'appliquer en la matière[937], d'autres estimaient qu'il s'agissait bien d'une convention[938].

---

[934] I. BALENSI, *Les conventions entre les sociétés commerciales et leurs dirigeants*, Paris : Economica, 1975, p. 26 et s.

[935] Loi n° 145 du 4 mars 1943 relative aux sociétés par actions, *JORF* du 6 mars 1943, p. 642.

[936] L'article 10 de la loi du 4 mars 1943 disposait que « *toute convention entre une société et l'un de ses administrateurs, soit directement ou indirectement, soit par personne interposée, doit être soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration. Avis en est donné aux commissaires aux comptes* ».

[937] CA Paris, 24 octobre 1960, *D.* 1961, p. 97, note A. DALSACE ; *JCP* G 1961, II, 11972, note D. BASTIAN ; J. HAMEL, « L'article 40 de la loi de 1867 et la rémunération des présidents de sociétés anonymes », *art. préc.*, p. 60 ; J.-L. DELVOLVÉ, J.-M. MICHAUD, « Le statut du président directeur général est-il soumis à l'article 40 de la loi du 24 juillet 1867 », *D.* 1964, p. 257. Les auteurs reconnaissent le caractère conventionnel des liens entre la société et son président mais ils estiment que l'article 40 ne s'applique pas aux conventions intéressant l'organisation interne de la société.

[938] TGI Béthune, 14 décembre 1955, *D.* 1956, p. 670, note F. GORÉ ; CA Montpellier, 28 novembre 1963, *D.* 1964, p. 483, note L. MAZEAUD ; A. DALSACE, note sous CA Paris, 24 octobre 1960, *préc*.

Par un arrêt rendu le 17 octobre 1967[939], la Chambre commerciale de la Cour de cassation a décidé que l'accord sur la rémunération du président-directeur général ne pouvait être analysé qu'en une convention passée entre la société et son administrateur et qu'il était par conséquent soumis au contrôle prévu par l'article 40 de la loi de 1867.

263. Renversant la solution préconisée par la jurisprudence, la loi de 1966 est venue affirmer que la détermination de la rémunération du président-directeur général relève de la compétence exclusive du conseil d'administration, ou de surveillance[940]. La loi a néanmoins précisé que seules sont soumises aux dispositions de son article 101 relatif aux conventions réglementées, les rémunérations exceptionnelles qui peuvent être allouées par le conseil d'administration pour les missions ou mandats confiés à des administrateurs[941]. Dès lors, à l'exception des rémunérations exceptionnelles, la doctrine[942] et la jurisprudence[943] ont été amenées à exclure les autres éléments de rémunération du président-directeur général du champ d'application des conventions réglementées. Cependant, la reconnaissance du caractère purement institutionnel de cette rémunération n'a pas emporté la conviction totale de la jurisprudence. La Cour de cassation a ainsi essayé de tempérer la rigueur de la loi par un arrêt rendu le 2 mai 1983[944]. Selon la Haute cour, les divers rémunérations et avantages accordés aux dirigeants sociaux ne sauraient être exclus du contrôle de l'article 101 « *sans rechercher si, selon leur nature, ils n'étaient pas soumis à un tel contrôle* ». L'année suivante, la cour d'appel de Paris jugeait, dans l'affaire *UBP c / Lebon*, que la décision du conseil d'administration accordant à son président un complément de retraite n'était pas soumise à la procédure des conventions réglementées. En revanche, cette procédure devait être appliquée pour attribuer au président une pension annuelle jusqu'à l'âge de sa retraite en cas de cessation de ses fonctions avant cet âge[945]. La Chambre commerciale de la Cour de cassation a déclaré cet arrêt légalement justifié, tout en posant le principe selon lequel l'octroi d'un complément de retraite relève de la compétence exclusive du conseil d'administration si les trois conditions suivantes sont réunies : l'avantage accordé correspond à des services particuliers rendus par le dirigeant à la société pendant l'exercice des fonctions ; il est

[939] Cass. com., 17 octobre 1967, n° 63-13801, *JCP* G 1968, II, 15412, note N. BERNARD ; *Gaz. Pal.* 1968, p. 6.
[940] Art. 110 de la loi du 24 juillet 1966, devenu art. L. 225-47 du Code de commerce.
[941] Art. 109 de la loi du 24 juillet 1966, devenu art. L. 225-46 et L. 225-84 du Code de commerce.
[942] R. HOUIN, F. GORÉ, « La réforme des sociétés commerciales », *D.* 1967, p. 123, spéc. p. 149.
[943] CA Paris, 27 juin 1980, *D.* 1981, p. 634, note J.-C. BOUSQUET.
[944] Cass. com., 2 mai 1983, n° 81-12717, *Rev. sociétés* 1984, p. 775, note P. DIDIER.
[945] CA Paris, 21 mars 1984, *Rev. sociétés* 1985, p. 415, note Y. CHARTIER.

proportionnel à ces services ; il ne constitue pas une charge excessive pour la société[946]. Si ces trois critères n'étaient pas remplis, la pension de retraite perdait sa nature rémunératoire et devait être par conséquent soumise au régime des conventions réglementées[947]. Selon cette triple condition, la jurisprudence vérifiait si la retraite octroyée au dirigeant revêtait ou non une nature rémunératoire pour déterminer la procédure qu'il convenait de suivre dans la fixation de la rémunération. Lorsqu'il existait un lien de causalité entre la somme versée et les services rendus par le dirigeant, la rémunération prenait une forme institutionnelle et échappait par là même à la qualification conventionnelle qui la soumettrait à la procédure des conventions réglementées. En revanche, si la somme accordée ne répondait pas aux conditions de causalité et de proportionnalité, elle sortait de la logique rémunératoire et l'application de la procédure des conventions réglementées s'imposait[948]. Cette position a été confirmée aussi bien par la Cour de cassation[949] que par la juridiction d'appel[950].

Suivant le même raisonnement, la doctrine s'est interrogée sur la possibilité d'appliquer le critère relatif à l'absence de caractère rémunératoire aux autres types de parachute doré. Théoriquement, l'indemnité versée au dirigeant au moment de son départ peut viser à le gratifier pour les services qu'il a rendus à la société et pour les résultats qu'il a obtenus, de sorte qu'elle peut être considérée comme un complément de rémunération et, par conséquent, être déterminée unilatéralement par l'organe exécutif. Cependant, d'un point de vue pratique, cette indemnité a un caractère indemnitaire et conventionnel puisqu'elle fait toujours l'objet de négociations entre la société et le dirigeant et vise principalement à indemniser ce dernier pour le préjudice qui résulte de la cessation de ses fonctions[951]. Quelques décisions ont ainsi accepté de considérer, avant même que la loi de 2005 n'aille en ce sens, que la détermination du parachute dorée découle d'une convention[952]. En revanche,

---

[946] Cass. com., 3 mars 1987, n° 84-15726, *Rev. sociétés* 1987, p. 226, note Y. GUYON ; *Gaz. Pal.* 7 mai 1987, p. 264, note B. HATOUX.
[947] P. LE CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés*, *op. cit*., n° 790, p. 522.
[948] J. EL-AHDAB, « Les parachutes dorés et autres indemnités conventionnelles de départ des dirigeants : approche pluridisciplinaire et comparée », *art. préc.*, p. 30.
[949] Cass. com., 24 octobre 2000, n° 98-18367, *préc* ; Cass. com., 10 février 1998, n° 95-22052, *préc* ; Cass. com., 22 janvier 1991, n° 88-19641, *Rev. sociétés* 1992, p. 61, note J.-P. LEGROS.
[950] CA Paris, 14 mai 1993, *RTD com.* 1993, p. 535, note Y. REINHARD ; CA Paris, 22 mars 1991, *Bull. Joly Sociétés* 1991, § 177, p. 517, note P. LE CANNU.
[951] J. EL-AHDAB, *art. préc.*, p. 32.
[952] Cass. com., 18 octobre 1994, n° 92-22052, *RTD com.* 1995, p. 434, note B. PETIT et Y. REINHARD ; *Bull. Joly Sociétés* 1994, § 368, p. 1311, note P. LE CANNU.

la jurisprudence a pu, dans des cas très limités, modifier la qualification de l'indemnité de départ et la soustraire du champ des conventions réglementées[953].

264. Le caractère conventionnel des indemnités de départ était donc prépondérant et le critère relatif à la perte de la nature rémunératoire ne s'appliquait que théoriquement à ce type de rémunération. Cette solution s'est finalement imposée, obligeant le législateur à la consacrer.

b) Une application systématique

265. La question relative au caractère institutionnel ou conventionnel des pensions de retraite et des indemnités de départ accordées aux dirigeants des sociétés cotées ne se pose plus depuis le 26 juillet 2005, date de l'entrée en vigueur de la loi Breton pour la confiance et la modernisation de l'économie[954]. En effet, à la suite de l'intense polémique provoquée par les conditions financières du départ de certains dirigeants sociaux[955], le législateur a décidé de suivre en partie les recommandations de la mission d'information de la commission des lois de l'Assemblée nationale sur la réforme du droit des sociétés[956]. De la sorte, la loi considère que les rémunérations différées ne constituent pas des conventions courantes conclues dans des conditions normales et ne relèvent pas de ce fait de la compétence exclusive du conseil d'administration ou de surveillance[957], elles sont désormais considérées comme des conventions soumises à une procédure d'autorisation préalable et de contrôle. Ainsi, aux termes des articles L. 225-42-1, alinéa 1er, et L. 225-90-1 du Code de commerce, les engagements pris par les sociétés cotées au bénéfice de leurs présidents, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, et qui correspondent *« à des éléments de rémunération, des*

---

[953] CA Paris, 24 juin 2002, *Jurisdata* n° 2002-186338 : Dans cette affaire, l'indemnité versée en raison de la mise en retraite anticipée du dirigeant par le conseil d'administration, a été requalifiée, au regard du droit du travail, en un élément de rémunération.

[954] H. HOVASSE, « La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et les sociétés par actions », *Dr. Sociétés* 2005, n° 11, étude 13 ; B. SAINTOURENS, « Les réformes du droit des sociétés par les lois du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises », *art. préc.*, p. 527 ; C. MALECKI, « La loi Breton et les rémunérations des dirigeants sociaux : le long chemin vers la transparence », *art. préc.*, p. 1194 ; G. BORDIER, « Rémunérations des dirigeants », *art. préc.*, p. 55.

[955] G. BARANGER, « Aperçu rapide du droit des sociétés dans les lois de l'été », *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 241, p. 1071 : « *Depuis environ quinze ans maintenant, la question de la rémunération des dirigeants alimente la chronique, de vrais faux scandales en faux vrais scandales auxquels la loi sur les nouvelles régulations économiques n'a évidemment pas mis fin. Quelques encablures plus loin, après d'autres scandales, la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie y va de son rajout* » ; V. *supra*, n° 189.

[956] Rapport d'information de P. CLÉMENT du 2 décembre 2003 sur la réforme du droit des sociétés, *op. cit.*, p. 32.

[957] Aux termes de l'article L. 225-39 du Code de commerce, la procédure des conventions réglementées ne s'applique pas « *aux conventions portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales* ».

indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, ou postérieurement à celles-ci, sont soumis aux dispositions des articles L. 225-38 et L. 225-40 à L. 225-42 ».

Sont donc concernés par la nouvelle mesure, les indemnités de départ, les pensions de retraite, les indemnités de non-concurrence, ainsi que tout autre avantage analogue. L'article 8 de la loi de 2005 a étendu la même solution aux rémunérations attribuées au titre du contrat de travail conclu entre la société et le dirigeant[958]. Dans tous ces cas, le dirigeant bénéficiaire se trouve dans une situation de conflit d'intérêts, et c'est notamment pour prévenir ce conflit que le législateur a imposé le régime des conventions réglementées [959].

266. Le processus d'autorisation et d'approbation des conventions réglementées est alourdi et comporte plusieurs étapes[960]. Tout d'abord, l'intéressé[961] doit informer le conseil dès qu'il a connaissance d'une convention à laquelle l'article L. 225-38 du Code de commerce s'applique. L'information doit porter sur les éléments nécessaires à apporter un éclairage suffisant au conseil[962]. Ensuite, le conseil d'administration donne son autorisation, qui doit être motivée[963], à la convention par un vote auquel l'intéressé ne peut pas prendre part s'il est administrateur. La participation de l'intéressé au vote entache les délibérations du conseil de nullité[964]. Le commissaire aux comptes doit être informé des conventions autorisées. Selon l'article R. 225-31 du Code de commerce, il doit établir un rapport spécial contenant l'énumération des conventions, le nom du dirigeant ou actionnaire concerné, la nature et

---

[958] C. com. art. L. 225-22-1 et L. 225-79-1 : « *Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, en cas de nomination aux fonctions de président, de directeur général ou de directeur général délégué d'une personne liée par un contrat de travail à la société ou à toute société contrôlée ou qui la contrôle au sens des II et III de l'article L. 233-16, les dispositions dudit contrat correspondant, le cas échéant, à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, ou postérieurement à celles-ci, sont soumises au régime prévu par l'article L. 225-42-1* ».

[959] S. ZREIK, *Conventions réglementées et intérêt social en droit comparé, op. cit.*, p. 45 et s.

[960] C. com. art. L. 225-40.

[961] Selon la terminologie imposée par la loi NRE, est désormais question d'un « *intéressé* » et non plus simplement d'un « *administrateur ou directeur général*», afin d'englober l'ensemble des parties visées, à savoir les dirigeants parties à une convention avec la société, directement ou indirectement ou par personne interposée, l'actionnaire détenant au moins 10 % des droits des vote, et la société ou l'entreprise contrôlant l'actionnaire précédent.

[962] La communication des informations complètes et utiles suppose que le projet de la convention soit fixé et formaliste. Toutefois, la jurisprudence a admis que les conventions réglementées peuvent être verbales : Cass.com., 27 février 2001, n° 98-14206, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 155, p. 614, note J.-J. DAIGRE.

[963] L'exigence de motivation des conventions a été introduite par l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises, *JORF* du 2 août 2014, n° 0177, p. 12820.

[964] Cass. com., 18 octobre 1994, n° 92-22052, *préc* ; CA Rouen, 26 février 2013, *CSB* 30 juin 2013, n° 253, p. 205.

l'objet des conventions avec la mention des clauses essentielles[965]. Ce rapport est mis à la disposition des actionnaires vingt jours au moins avant la réunion de l'assemblée générale ordinaire. Enfin, au vu du rapport du commissaire aux comptes, l'assemblée générale annuelle donne son approbation. Il convient de préciser que l'intéressé ne peut pas participer au vote et ses actions ne sont pas prises en compte pour le calcul du quorum et de la majorité. Depuis l'ordonnance du 31 juillet 2014, les conventions conclues et autorisées au cours d'exercices antérieurs doivent être examinées chaque année. Dès lors, si le conseil l'estime nécessaire pour l'intérêt social, il doit demander aux organes de direction de mettre fin à la convention[966].

267. L'application du régime complexe[967] des conventions réglementées aux rémunérations des dirigeants a pour finalité de protéger l'intérêt de la société. En effet, la double exigence d'une autorisation préalable par le conseil, et d'une approbation *a posteriori* par l'assemblée générale vise, en principe, à éviter qu'un dirigeant utilise sans aucun contrôle ses pouvoirs ou son influence pour passer une convention avec la société dans des conditions avantageuses pour le premier mais au détriment de l'intérêt de la seconde[968]. Cependant, l'absence d'un contrôle réel et les lacunes propres au régime des conventions réglementées ont conduit à douter de son efficacité dans la lutte contre les rémunérations excessives.

B / La mise en cause de l'efficacité du régime des conventions réglementées

268. La soumission des rémunérations liées au départ du dirigeant ou au changement de ses fonctions à la procédure des conventions réglementées n'a pas prouvé son efficacité en raison de la faiblesse des sanctions prévues en cas de non-respect de cette procédure **(a)**, des limites de son champ d'application **(b)**, mais également des pouvoirs en blanc dont les dirigeants peuvent profiter **(c)**.

---

[965] J.-F. BARBIÈRI « Loi NRE, conventions réglementées et conventions libres : les nouvelles contraintes pour le commissaire aux comptes », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 55, p. 251.
[966] D. DONDERO, « L'ordonnance du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés », *D.* 2014, p. 1885, spéc. n° 23.
[967] H. LE NABASQUE, « La complexité sied aux conventions réglementées », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 445.
[968] D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, *op. cit.*

a) Des sanctions faibles

269. L'examen des sanctions applicables pour violation de la procédure des conventions réglementées nécessite de distinguer deux cas : celui du défaut d'autorisation préalable du conseil **(1)** et celui du défaut d'approbation de l'assemblée générale **(2)**.

1. Le défaut d'autorisation préalable du conseil

270. Avant d'accorder son autorisation, le conseil d'administration, ou de surveillance, examine le projet de la convention relative à la rémunération et apprécie l'intérêt qu'elle représente pour la société. L'autorisation doit être préalable à la conclusion de la convention[969] et figurer explicitement à l'ordre du jour[970]. Toute modification ultérieure de la convention implique une nouvelle autorisation par le conseil[971]. Une réelle délibération doit avoir lieu et l'accord individuel des administrateurs ne peut pas remplacer cette délibération[972]. De même, la simple connaissance par les administrateurs de l'existence de la convention ne vaut pas autorisation, dès lors que le contenu de celle-ci n'est pas connu des membres du conseil[973].

271. L'absence ou le refus d'autorisation n'affecte la validité de la convention que si celle-ci présente des conséquences dommageables pour la société[974]. De la sorte, la nullité ne peut être prononcée ni à l'encontre d'une convention autorisée, ni à l'encontre d'une convention non autorisée mais qui n'a eu aucune conséquence préjudiciable[975]. En revanche, une convention non autorisée peut être annulée si elle porte préjudice à la société[976]. La

---

[969] CA Paris, 23 novembre 1955, *D*. 1956, p. 290, note F. GORÉ.
[970] Cass. com., 3 mai 2000, n° 97-22510, *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 198, p. 821, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2000, comm. 110, obs. D. VIDAL.
[971] Cass. soc., 18 février 2015, n° 12-28970, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113, p. 229, note J.-J. ANSAULT ; *Gaz. Pal*. 12 mai 2015, n° 132, p. 29, note B. DONDERO.
[972] CA Paris, 16 novembre 2005, *RJDA* 6/2006, n° 661, p. 595.
[973] Cass. com., 12 février 1987, *Bull. Joly Sociétés* 1987, § 179, p. 384, note P. LE CANNU.
[974] C. com. art. L. 225-42, al. 1 : « *Sans préjudice de la responsabilité de l'intéressé, les conventions visées à l'article L. 225-38 et conclues sans autorisation préalable du conseil d'administration peuvent être annulées si elles ont eu des conséquences dommageables pour la société* ».
[975] CA Paris, 29 novembre 1994, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 47, p. 177 ; CA Paris, 21 mars 1990, *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 137, p. 527, note M. JEANTIN ; Cass. soc., 16 septembre 2008, n° 07-43601, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 29, p. 132, note B. SAINTOURENS : Les conséquences de la convention étant garanties par un tiers, elle n'a pas présenté de conséquences dommageables pour la société.
[976] Cass. com., 24 janvier 1995, n° 93-11954, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 104, p. 329, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1996, p. 93, note Y. CHARTIER ; Cass. com., 18 mars 1997, n° 94-21430**,** *Bull. Joly Sociétés* 1997, § 218, p. 538, note P. LE CANNU ; Cass. com., 26 novembre 2013, n° 12-25004, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 111, p. 169, note M. ROUSSILLE ; *RTD com*. 2014, p. 142, note B. DONDERO ; Cass. soc., 12 juin 2012, n° 11-10135, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 481, p. 852, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2012, n° 10, comm. 161, p. 25, note

difficulté de l'application de cette disposition réside dans l'ambigüité de la notion de « *conséquences dommageables* »[977]. L'appréciation de ces dernières et l'opportunité de prononcer l'annulation sont laissées à la discrétion du juge. Ainsi, selon la jurisprudence, le simple engagement de la société de payer une indemnité au dirigeant ne suffit pas à caractériser le préjudice[978]. La Chambre commerciale de la Cour de cassation a pu considérer comme élément essentiel d'appréciation des conséquences dommageables, l'intérêt que la société peut retirer de la convention[979]. Pour la Chambre sociale, une convention passée entre la société et l'un de ses dirigeants est dommageable lorsqu'elle est conclue sans aucune contrepartie pour la société ou en contrepartie de prestations dépourvues d'intérêt[980].

L'exigence des conséquences dommageables pour la société présente aussi une difficulté lorsque la débitrice du parachute doré est une société tierce. La nullité ne peut pas être prononcée dans ce cas. Par ailleurs, la nullité peut être couverte par un vote de l'assemblée générale intervenant sur rapport spécial du commissaire aux comptes[981]. Celui-ci doit exposer les circonstances en raison desquelles la procédure d'autorisation n'a pas été suivie[982]. Le vote des actionnaires couvrant la nullité présente une solution pratique lorsque le conseil ne peut pas voter son autorisation puisque tous ses membres sont intéressés par la convention[983]. Toutefois, la question peut se poser de savoir si une telle intervention de l'assemblée générale n'aurait pas pour effet, dans les autres cas, de légitimer une convention qui serait éventuellement et potentiellement préjudiciable à la société.

M. ROUSSILLE ; *JCP* E 2012, n° 42, 1617, p. 17, note M. ROUSSILLE : S'agissant d'une promesse d'embauche faite par le président du conseil d'administration au directeur général consistant en une augmentation annuelle globale de 23% par rapport à la rémunération précédente et une garantie contractuelle de préavis de douze mois.

[977] B. SAINTOURENS, note sous Cass. soc., 17 septembre 2014, n° 13-16172, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 112, p. 10.

[978] Cass. com., 18 octobre 1994, n° 92-22052, *préc*.

[979] Cass. com., 7 juillet 2004, n° 01-15763, *RTD com*. 2004, p. 765, note P. LE CANNU ; *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 300, p. 1510, note J.-P. DOM : À propos d'un contrat d'assurance ; Cass. com., 19 mai 1998, n° 95-1264, *Bull. Joly Sociétés* 1998, § 289, p. 918, note P. LE CANNU.

[980] Cass. soc., 8 juillet 2009, n° 08-41589, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 216, p. 1069, note V. MAGNIER et Y. PACLOT ; *JCP* E 2009, n° 44-45, 2034, p. 31, note Y. PACLOT : S'agissant d'une convention relative à la rémunération due à un mandataire social au titre de son contrat de travail.

[981] C. com. art. L. 225-42, al. 3.

[982] Cass. com., 20 novembre 2007, n° 06-18621, *Dr. Sociétés* 2008, n° 2, comm. 33, p. 29, note J. MONNET ; Dans un arrêt rendu en 2000, la Cour de cassation a pu sanctionner l'insuffisance du rapport spécial du commissaire aux comptes. En l'espèce, la convention n'avait pas été autorisée par le conseil d'administration, et la nullité n'avait pas été couverte par l'assemblée générale en raison de l'insuffisance de l'information fournie par le commissaire aux comptes. Le rapport ne contenait, selon la Cour, ni l'exposé des clauses essentielles de la convention litigieuse, ni l'explication des raisons pour lesquelles cette convention n'avait pas, en son temps, été soumise à la procédure d'autorisation spéciale, et l'assemblée générale n'avait pas délibéré sur l'approbation spéciale prévue par l'article L. 225-42 du Code de commerce : Cass. com., 21 novembre 2000, n° 97-21748, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 46, p. 172, note P. LE CANNU.

[983] CA Paris, 18 décembre 1990, *Bull. Joly Sociétés* 1991, § 212, p. 604, note P. LE CANNU.

272. La procédure des conventions réglementées est prévue pour protéger l'intérêt de la société ; il en découle que seul un actionnaire ou un représentant de la société peut invoquer la nullité, l'action en annulation n'étant pas ouverte au cocontractant d'une convention non autorisée[984]. L'action se prescrit par trois ans à compter de la date de la conclusion de la convention[985]. Lorsqu'elle est invoquée à titre d'exception, la nullité est perpétuelle[986] à condition que la convention n'ait pas encore été exécutée[987]. Cependant, en cas de dissimulation de la convention, le point de départ de la prescription est reporté au jour où elle a été révélée. La dissimulation était largement admise par la jurisprudence[988], mais la Cour de cassation a opéré en février 2011 un revirement en exigeant du demandeur à l'action en nullité d'une convention réglementée la caractérisation d'une volonté de dissimilation. Lorsque cet élément intentionnel est établi, la révélation s'apprécie *in concreto* à l'égard de la personne qui exerce l'action en annulation[989]. La révélation peut donc varier en fonction du titulaire de l'action. La prescription triennale prévue par l'article L. 225-42 du Code de commerce n'est pourtant pas applicable à toute action en annulation de la convention. Selon la Cour de cassation, cette prescription concerne seulement la nullité fondée sur l'absence d'autorisation du conseil[990]. Lorsque l'annulation de la convention est demandée pour fraude ou pour violation des principes régissant la nullité des contrats en général, c'est la prescription quinquennale de droit commun qui s'applique[991]. La solution est logique, mais encore faut-il que l'invocation d'une fraude ou d'une violation des règles du droit commun ne soit pas un

---

[984] Cass. com., 15 mars 1994, n° 92-13047, *Dr. Sociétés* 1994, comm. 33, note H. LE NABASQUE.
[985] C. com. art. L. 225-42, al. 2.
[986] Cass. soc., 29 novembre 2006, n° 04-48219, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 128, p. 496, note B. SAINTOURENS ; Cass. 3e civ., 2 décembre 1998, n° 97-10590, *Bull. civ.*, III, n° 226 p. 151.
[987] Cass. 1re civ., 17 juin 2010, n° 09-14470, *Rev. sociétés* 2010, p. 509, note J.-F. BARBIÈRI ; *RTD com*. 2010, p. 744, obs. P. LE CANNU et B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 10, comm. 181, p. 20, note M. ROUSSILLE ; *Gaz. Pal*. 5 août 2010, n° 217, p. 20, note D. HOUTCIEFF ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 171, p. 817, note B. SAINTOURENS ; Cass. com., 20 mars 2012, n° 11-17150, *Gaz. Pal.* 11 août 2012, n° 224, p. 25, note B. DONDERO ; Cass. com., 15 janvier 2013, n° 11-28244, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 99, p. 197, note H. LE NABASQUE ; *RTD com*. 2013, p. 85, obs. P. LE CANNU et B. DONDERO ; *D.* 2013 p. 539, note B. DONDERO.
[988] La jurisprudence considérait que la convention était dissimulée dès lors que le dirigeant l'avait conclue avec la société sans demander l'autorisation du conseil. Quant à la révélation, elle devait se faire devant l'assemblée générale : Cass. com., 2 mai 2007, n° 06-12378, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 267, p. 941, note M. SÉNÉCHAL ; Cass. com., 12 janvier 1999, n° 96-20159, *Bull. Joly Sociétés* 1999, § 96, p. 464, note B. PETIT.
[989] Cass. com., 8 février 2011, n° 10-11896, *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 129, p. 297, note C.-N. OHL et D. SCHMIDT ; *EDCO*, 1er mars 2011, n° 3, p. 7, note D. GALLOIS-COCHET ; *JCP* E 2011, n° 8, 1151, p. 24, note B. DONDERO ; *Rev. sociétés* 2011, p. 288, note P. LE CANNU ; *D.* 2011, p. 1314, note N. MOLFESSIS et J. KLEIN ; *RTD civ*. 2011, p. 493, obs. P. DEUMIER ; *D.* 2011, p. 1321, note F. MARMOZ ; Cass. com., 24 septembre 2013, n° 12-24917, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 111, p. 798, note S. MESSAÏ-BAHRI.
[990] Cass. com., 21 janvier 2014, n° 12-29452, *D.* 2014, p. 274, note A. LIENHARD ; *Gaz. Pal.* 6 mai 2014, n° 126, p. 14, note F. WIZMANE ; V. également, F. GUERCHOUN, « Vers l'imprescriptibilité de l'action en nullité des conventions réglementées », *art. préc*., p. 10.
[991] Cass. com., 3 avril 2013, n° 12-15492, *JCP* E 2013, 1328, note H. HOVASSE ; *Dr. Sociétés* 2013, n° 8, comm. 138, p. 25, note M. ROUSSILLE ; *D.* 2013, p. 1384, note B. DONDERO ; *Gaz. Pal.* 29 juin 2013, n° 180, p. 38, note A.-F. ZATTARA-GROS ; *Rev. sociétés* 2013, p. 560, note A. REYGROBELLET.

moyen pour exclure la prescription triennale en raison tant de sa brièveté que de son point de départ[992].

273. Les développements qui précèdent montrent que l'annulation ne représente pas une sanction efficace au regard de son champ d'application restreint et du régime de prescription favorable au dirigeant bénéficiaire de la convention. D'un côté, seule une convention non autorisée peut être annulée, et ce, à condition qu'elle ait eu des conséquences dommageables pour la société. La nullité est relative et peut être couverte par un vote de l'assemblée générale. D'un autre côté, la recevabilité de l'action en annulation d'une convention non autorisée est soumise à la prescription triennale. Le législateur n'a cessé de réduire le délai de la prescription des actions en nullité de droit des sociétés afin d'éteindre ces actions aussi rapidement que possible[993]. La jurisprudence a également abandonné la conception large de la dissimulation en exigeant la démonstration d'une volonté de dissimuler pour reporter le point de départ de la prescription. En outre, l'exécution de la convention l'immunise contre la nullité invoquée à titre d'exception.

Ces difficultés peuvent inciter à tourner vers d'autres sanctions et, notamment, à rechercher la responsabilité du dirigeant sur le terrain de l'article L. 225-42, alinéa 1er, du Code de commerce, qui permet de mettre à la charge de l'intéressé les conséquences préjudiciables pour la société. Cette sanction est aussi susceptible d'être appliquée en cas de défaut d'approbation de l'assemblée des actionnaires.

2. Le défaut d'approbation de l'assemblée générale

274. Le contrôle des conventions réglementées par l'assemblée générale[994] montre que les actionnaires n'exercent pas un véritable pouvoir de décision en matière de rémunérations des dirigeants. Tout d'abord, l'importance de l'intervention des actionnaires dépend de la qualité de l'information qui leur est fournie antérieurement au vote. Cette dernière était jusqu'il y a peu de temps très pauvre. Le conseil d'administration ou de surveillance n'était en effet tenu de présenter aucun rapport sur la convention conclue. En s'inspirant des

[992] A. REYGROBELLET, note sous Cass. com., 3 avril 2013, *préc.* : « *La porte ainsi ouverte au droit commun ne fournit-elle pas un moyen aisé pour contourner les contraintes du droit spécial ?* ».
[993] H. RUMEAU-MAILLOT, « Les délais de prescription en droit des sociétés », *Rev. sociétés* 2012, p. 203.
[994] D. BOMPOINT, « Les assemblées générales d'actionnaires servent-elles encore à quelque chose ? », *RTDF* 2011, n° 3, p. 32.

propositions du rapport Poupart-Lafarge sur les assemblées générales[995], l'ordonnance du 31 juillet 2014[996] a rendu obligatoire la motivation de l'autorisation du conseil. Celui-ci doit désormais justifier « *de l'intérêt de la convention pour la société, notamment en précisant les conditions financières qui y sont attachées* »[997]. Cette obligation vise à « *permettre aux actionnaires d'approuver ou non les conventions en connaissance de cause* »[998]. Cependant, l'impact de cette mesure risque d'être limité puisqu'aucune sanction n'est prévue en cas d'absence ou d'insuffisance de motivation[999]. Il n'en reste pas moins que, dans un tel cas, la responsabilité des administrateurs n'ayant pas respecté l'exigence de motivation pourrait éventuellement être engagée[1000].

Concernant les rapports spéciaux des commissaires aux comptes relatifs aux conventions réglementées, ils sont, selon une pratique constante, tellement succincts qu'ils ne donnent aux actionnaires aucune indication réellement significative[1001]. Il est vrai que le commissaire aux comptes n'a pas à donner son opinion sur l'opportunité de la convention, afin de ne pas se substituer aux actionnaires dans la décision d'approbation[1002], mais l'examen des rapports spéciaux révèle que dans la plupart des cas, les commissaires aux comptes ne respectent même pas l'obligation définie par l'article R. 225-31-°6 du Code de commerce de mentionner « *toutes indications permettant aux actionnaires d'apprécier l'intérêt qui s'attachait à la conclusion des conventions et engagements analysés* »[1003]. Le décret du

---

[995] L'AMF, « Rapport sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », 7 février 2012, proposition n° 25, p. 9 ; S. TORCK, « Commentaire du rapport Poupart-Lafarge sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly Bourse* 2012, § 93, p. 222 ; P.-H. CONAC, « Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2012, p. 258.
[996] Ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014, *op. cit*.
[997] C. com. art. L. 225-38, al. 4.
[998] Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014, *JORF* du 2 août 2014, n° 0177, p. 12814.
[999] D. SCHMIDT, « Dispositions relatives aux conventions réglementées dans les sociétés anonymes », *Rev. sociétés* 2014, p. 616.
[1000] I. PARACHKÉVOVA, « Les dispositions relatives aux conventions réglementées dans l'ordonnance du 31 juillet 2014 : en attendant la prochaine réforme », *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112, p. 481.
[1001] R. VATINET, « Les conventions réglementées », *Rev. sociétés* 2001, p. 561.
[1002] Note d'information NI IX de la CNCC, « Le rapport spécial du commissaire aux comptes sur les conventions et engagements réglementés », juin 2011, p. 8 : « *L'intervention du commissaire aux comptes a pour objet de communiquer à l'organe délibérant, dans un rapport spécial, les caractéristiques et les modalités essentielles des conventions et engagements réglementés dont il a été avisé ou qu'il a découverts à l'occasion de sa mission, sans avoir à se prononcer sur leur utilité et leur bien-fondé, ni à rechercher l'existence d'autres conventions et engagements. Ce faisant, son intervention renforce la transparence de l'information donnée aux membres de l'organe délibérant, qui statue sur ce rapport* ».
[1003] D. SCHMIDT, « Des 'conventions réglementées' à la publication des transactions entre parties liées », *in Mélanges P. MERLE*, Paris : Dalloz, 2012, p. 645, spéc. p. 655 ; V. également, CCIP, « Renforcer l'efficacité de la procédure des conventions réglementées : Contribution de la CCIP aux travaux de place », Publication de la CCIP, 8 septembre 2011, p.20, http://pwrpp.cci-paris-idf.fr/sites/default/files/etudes/pdf/documents/conventions-reglementees-del1109.pdf.

18 mai 2015 pris pour application de l'ordonnance du 31 juillet 2014[1004] a récemment ajouté l'obligation pour le conseil de communiquer aux commissaires aux comptes les motifs justifiant de l'intérêt de chaque convention autorisée[1005]. Ces derniers doivent désormais figurer dans le rapport spécial du commissaire, ce qui renforcera les informations des actionnaires[1006]. Mais là encore, l'absence ou l'insuffisance de la motivation n'est pas sanctionnée[1007]. La Cour de cassation a pu considérer que les conséquences dommageables qu'une convention réglementée peut produire ne trouvent pas leur cause dans la mission des commissaires aux comptes[1008]. Quoi qu'il en soit, l'assemblée suit souvent l'opinion du conseil[1009] qui peut, elle-même, être influencée par le pouvoir du dirigeant. De plus, les actionnaires ne sont informés que des conventions rapportées par le commissaire aux comptes, ce qui exclut les conventions non autorisées et celles portant sur des opérations courantes. Selon une opinion largement répandue, si le commissaire aux comptes doit signaler les conventions qui auraient dû faire l'objet d'un contrôle, mais n'ont pas été soumises au dispositif applicable, il ne devrait pourtant pas les rechercher activement. Il n'aurait donc qu'une obligation de signalement, mais pas une obligation de recherche[1010], même si la lecture de la norme professionnelle relative aux relations et transactions avec les parties liées pourrait conduire à une conclusion différente[1011]. Dans tous les cas, l'absence du rapport du commissaire aux comptes n'affecte pas la validité de la convention.

[1004] Décret n° 2015-545 du 18 mai 2015 pris pour application de l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014, *JORF* du 20 mai 2015, n° 0115, p. 8506.

[1005] C. com. art. R. 225-30 et R. 225-58.

[1006] C. com. art. R. 225-31-°6 *in fine*.

[1007] P.-H. CONAC, « Dispositions relatives aux conventions réglementées dans les sociétés anonymes », *Rev. sociétés* 2015, p. 422. Dans ce sens, l'AMF préconise que les commissaires aux comptes formulent des observations dans leur rapport spécial en cas d'insuffisance de motifs sur l'intérêt attaché à la convention : Recommandation AMF n° 2012-05- Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 11 février 2015, proposition n° 24, p. 5 ; P.-H. CONAC, « Recommandation AMF n° 2012-05, Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, publiée le 2 juill. 2012 », *Rev. sociétés* 2012, p. 596. De même, la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), suggère que, si le conseil n'a pas motivé sa décision, une irrégularité soit mentionnée dans le rapport spécial au niveau de chaque convention concernée. Elle peut être rédigée comme suit : « *En application de la loi, nous vous signalons que l'autorisation préalable donnée par le conseil d'administration (ou : de surveillance) ne comporte pas la motivation justifiant de l'intérêt de la convention (ou : de l'engagement) pour la société, prévue par l'article L. 225-38 (ou : L. 225-86) du code de commerce* » : Communiqué de la CNCC sur le décret du 18 mai 2015 pour les dispositions relatives aux conventions réglementées, juin 2015, disponible sur http://crcc-nimes.fr/wa_files/cncccommunique-decret-mai-2015-sur-conventions.pdf.

[1008] Cass. com., 26 février 2013, n° 11-22531, *JCP* E 2013, n° 13, 1182, p. 32, note B. DONDERO ; *Rev. sociétés* 2013, p. 288, note D. SCHMIDT ; *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 155, p. 330, note J.-F. BARBIÈRI.

[1009] D. SCHMIDT, « Des 'conventions réglementées' à la publication des transactions entre parties liées », *art. préc.*, p. 655.

[1010] B. DONDERO, « Le commissaire aux comptes et les conventions réglementées », *Gaz. Pal.* 11 août 2012, n° 224, p. 8.

[1011] Norme d'exercice professionnel NEP-550 relative aux relations et transactions avec les parties liées, 21 juin 2011, *JORF* du 3 août 2011, n° 0178, codifié à l'article A. 823-18-1 du Code de commerce, point 3 : « *il est*

Ensuite, la loi impose de soumettre la convention à l'approbation des actionnaires, mais elle ne prévoit aucune sanction en cas de défaut de cette approbation. Aux termes des articles L. 225-41 et L. 225-89 du Code de commerce, « *les conventions approuvées par l'assemblée, comme celles qu'elle désapprouve, produisent leurs effets à l'égard des tiers, sauf lorsqu'elles sont annulées dans le cas de fraude* ». Ainsi, à l'exception du cas de fraude, qui peut résulter de la dissimulation de la convention, ou de la déclaration à l'assemblée d'éléments inexacts, l'absence d'approbation par les actionnaires n'emporte aucune incidence[1012].

275. Il n'en demeure pas moins que les conséquences dommageables à la société des conventions désapprouvées, même en l'absence de fraude, peuvent être mises à la charge de l'intéressé ou, dans certains cas, des autres membres du conseil[1013]. De la sorte, le dirigeant peut voir sa responsabilité engagée pour inobservation des procédures des conventions réglementées en trois cas[1014]. La responsabilité du dirigeant peut relever, tout d'abord, de l'article L. 225-40 du Code de commerce qui impose à l'intéressé d'informer le conseil dès qu'il a connaissance d'une convention soumise à la procédure des conventions réglementées. Si la convention a été conclue sans autorisation préalable du conseil d'administration et a porté préjudice à la société, la responsabilité de l'intéressé doit être mise en jeu en application de l'alinéa 1er de l'article L. 225-40[1015]. Ensuite, les conséquences dommageables d'une convention désapprouvée par l'assemblée générale peuvent être mises à la charge du dirigeant intéressé en vertu de l'article L. 225-41. Enfin, la responsabilité du dirigeant peut être recherchée au moment du vote de l'assemblée générale couvrant une nullité pour absence d'autorisation du conseil. Dans un arrêt rendu le 15 juin 2010[1016], la Cour de cassation a retenu la responsabilité du dirigeant qui connaissait l'état de cessation des paiements de la société mais il n'en avait pas fait état lors de la délibération de l'assemblée ayant pour objet de couvrir le défaut d'autorisation préalable de l'acte constituant une convention réglementée. L'abstention de communiquer cette information aux actionnaires les a privés d'apprécier

---

particulièrement important que le commissaire aux comptes fasse preuve d'esprit critique tout au long de son audit et tienne compte du fait que l'existence de parties liées peut conduire à des anomalies significatives dans les comptes ».

[1012] Cass. com., 22 mai 1970, n° 67-13197, *Rev. sociétés* 1971, p. 51 ; Cass. com., 17 octobre 1967, n° 63-13801, *JCP* G 1968, II, 15412, note N. BERNARD ; *Gaz. Pal.* 1968, p. 6; Cass. com., 28 janvier 2003, n° 99-14007, inédit.

[1013] C. com. L. 225-41, al. 2 et L. 225-89, al. 2.

[1014] C. MALECKI, « Conventions réglementées », *Rép. sociétés*, janvier 2014, n° 50 et s.

[1015] Cass. com., 28 février 2006, n° 02-11768, *RTD com.* 2006, p. 867, note P. LE CANNU.

[1016] Cass. com., 15 juin 2010, n° 09-10961, *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 171, p. 814, note B. SAINTOURENS.

l'opportunité de couvrir un acte encourant la nullité, et a par conséquent porté préjudice à la société.

Par ailleurs, le défaut d'autorisation par le conseil, et d'approbation par l'assemblée générale peut permettre d'engager la responsabilité du dirigeant du chef d'abus de biens sociaux. Ce délit peut être retenu même si la procédure des conventions réglementées a été observée, dès lors que l'intérêt social n'a pas été respecté et que le dirigeant a agi à des fins personnelles[1017]. La Cour de cassation a ainsi pu déclarer coupable d'abus de biens sociaux le dirigeant d'une société anonyme qui avait perçu des indemnités excessives au regard de son activité effective dans la société, et ce même si le principe d'une rémunération avait été autorisé et que celle-ci avait reçu l'assentiment du conseil d'administration et de l'assemblée générale[1018].

276. De la soumission de la convention à l'approbation de l'assemblée générale, et de l'extension du champ des conventions réglementées, il pourrait être conclu que les pouvoirs des actionnaires dans la détermination de la rémunération des dirigeants ont été renforcés. Toutefois, le vote demandé aux actionnaires ne traduit pas de réel contrôle. La loi de 2005 avait pour ambition de restaurer la confiance des actionnaires en reconnaissant à la rémunération une nature conventionnelle permettant à l'assemblée générale de participer à la fixation de la rémunération. Or, l'absence d'effet sur l'exécution de la convention pose la question de l'efficacité de cette participation. La convention, qu'elle soit approuvée ou non par l'assemblée, produit ses effets, et ne peut pas être annulée. C'est ainsi que de généreuses indemnités de départ octroyées aux dirigeants des sociétés Air France-KLM[1019] et Safran[1020] ont été maintenues par leurs conseils d'administration en dépit du rejet de ces conventions par la majorité des actionnaires. La fraude apparaît donc comme l'unique réponse aux difficultés de mise en œuvre des sanctions en cas d'inobservation des dispositions relatives aux

---

[1017] A. VIANDIER, « La soumission des indemnités de départ des dirigeants sociaux à la procédure des conventions réglementées », *JCP* E 2005, n° 44-45, 1585, p. 1874, spéc. p. 1879 : « *L'observation de la procédure des conventions réglementées ne dispense pas de s'interroger sur le caractère éventuellement dissuasif de la promesse souscrite, selon l'orientation définie par la jurisprudence. Elle ne dispense pas davantage d'examiner la compatibilité de cette même promesse à l'intérêt social de la société concernée* ».

[1018] Cass. crim., 12 décembre 1994, n° 94-80155, *Bull. Joly société*, 1995,§ 150, p. 427.

[1019] E. MURGUET, « Conventions réglementées, le manque de transparence irrite », *L'AGEFI*, 7 mars 2013, disponible sur http://www.agefi.fr/articles/conventions-reglementees-le-manque-de-transparence-irrite-1258849.html. En l'espèce, les actionnaires ont rejeté l'indemnité de départ de Pierre-Henri Gourgeon à 78,80 % des voix.

[1020] B. DE ROULHAC, « Le PDG de Safran pourrait toucher un parachute doré contre l'avis de l'assemblée générale », *L'AGEFI*, 17 mai 2013, disponible sur http://www.agefi.fr/articles/le-pdg-de-safran-pourrait-toucher-un-parachute-dore-contre-l-avis-de-l-ag-1269614.html. En l'espèce, les indemnités de départ de Jean-Paul Herteman ont été rejetées en deux occasions à 55% et 56% des voix.

conventions réglementées[1021]. Par ailleurs, la sanction prévue par l'article L. 225-41 du Code de commerce concernant les conventions dommageables pour la société ne présente pas d'intérêt. Ces conventions pourraient en effet être sanctionnées en application du droit commun dans la mesure où elles sont contraires à l'intérêt social. La responsabilité du dirigeant est susceptible d'être recherchée sur le terrain de l'article L. 225-252 du Code de commerce ou pour abus de biens sociaux. Les dommages-intérêts ne peuvent d'ailleurs être versés à la société en réparation des conséquences dommageables que si la convention est désapprouvée. L'approbation peut donc avoir pour effet de valider et de légitimer une convention éventuellement préjudiciable à la société. Par conséquent, l'intervention des actionnaires dans la détermination des rémunérations constituant une convention réglementée est non seulement sans effet réel, mais également « *pernicieuse en ce qu'elle donne l'illusion de l'existence d'un contrôle et d'une bonne gouvernance des affaires sociales* »[1022]. Il n'est d'ailleurs pas sûr, comme il sera expliqué dans la deuxième partie[1023], que le renforcement du contrôle des actionnaires puisse avoir un impact significatif sur la détermination des rémunérations des dirigeants.

277. Outre les sanctions faibles, les limites posées sur le champ d'application de la procédure des conventions réglementées peuvent permettre à certaines rémunérations d'échapper à son contrôle même si le risque de conflit d'intérêts n'est pas exclu.

b) Un champ d'application limité

278. Les articles L. 225-42-1, alinéa 1er, et L. 225-90-1 du Code de commerce ne visent que les éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, ou postérieurement à celles-ci. N'entrent donc pas dans le champ d'application des conventions réglementée, les autres types de rémunération des dirigeants comme les éléments fixes et variables dont la détermination relève toujours de la compétence exclusive du conseil d'administration ou de surveillance. La jurisprudence exclut aussi le cas où l'avantage est versé en exécution d'un

[1021] S. SCHILLER, « La fraude, nécessaire *deus ex machina* face à l'évolution du droit des sociétés », *Rev. sociétés* 2014, p. 211.
[1022] D. SCHMIDT, « Des 'conventions réglementées' à la publication des transactions entre parties liées », *art. préc.*, p. 658.
[1023] V. *infra*, n° 408.

contrat de travail conclu avant la nomination de l'intéressé à ses fonctions de dirigeant[1024]. En pareille situation, la procédure des conventions réglementées ne s'applique pas puisque le risque du conflit d'intérêts n'existerait pas. Par ailleurs, les engagements pris au sein des sociétés non cotées ne sont pas, en principe, concernés. Ceux-ci restent soumis aux critères jurisprudentiels relatifs à la nature rémunératoire[1025]. De même, la réglementation vise les engagements pris par la société dirigée ou par toute société contrôlée ou qui la contrôle au sens de l'article L. 233-16 du Code de commerce[1026], ce qui exclut les personnes physiques, ainsi que les sociétés sœurs. L'ordonnance du 31 juillet 2014 a également introduit une exclusion fondée sur « *le critère du contrôle capitalistique* »[1027]. Ainsi, les conventions conclues dans le cas d'une filiale détenue à 100 % ne sont plus concernées par le respect de la procédure des conventions réglementées[1028]. Le texte vise à raccourcir la partie des assemblées consacrées à l'approbation des conventions, même si des cas de divergences peuvent se présenter[1029].

Si ces exclusions peuvent généralement se justifier par la faible probabilité de conflit d'intérêts, il existe d'autres situations où un réel risque est susceptible de survenir sans que le contrôle du conseil et de l'assemblée générale ne puisse s'exercer. Tel est notamment le cas des rémunérations octroyées soit avant l'entrée en fonctions **(1)** ou après la révocation du dirigeant **(2)**.

1. La prime octroyée avant l'entrée en fonctions

279. En application de l'article L. 225-42-1 du Code de commerce, la prime d'arrivée, autrement dénommé *golden hello*, versée avant l'entrée en fonctions de direction, est exclue

[1024] Cass. com., 25 juin 2013, n° 12-21206, *Gaz. Pal.* 19 novembre 2013, n° 323, p. 16, note N. BARGUE ; *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 713, note B. DONDERO ; Cass. soc., 10 avril 2013, n° 11-25841, *Gaz. Pal.* 23 mai 2013, n° 143, p. 24.

[1025] Il s'agit des conditions suivantes : l'avantage doit avoir pour contrepartie des services particuliers rendus à la société par le dirigeant pendant l'exercice de ses fonctions ; il doit être proportionné à ces services et ne pas constituer une charge excessive pour la société. V. *supra*. n° 263.

[1026] C. com. art. L. 225-42-1, al. 1.

[1027] S. SCHILLER, V. MAGNIER, L. ATHLAN et *ali*, « Les conventions réglementées dans les groupes de sociétés », *Actes prat. ing. sociétaire*, juillet-août-septembre 2015, p. 4, spéc. p. 18.

[1028] C. com. L. 225-39 : « *Les dispositions de l'article L. 225-38 ne sont applicables ni aux conventions portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales ni aux conventions conclues entre deux sociétés dont l'une détient, directement ou indirectement, la totalité du capital de l'autre, le cas échéant déduction faite du nombre minimum d'actions requis pour satisfaire aux exigences de l'article 1832 du code civil ou des articles L. 225-1 et L. 226-1 du présent code* ».

[1029] D. DONDERO, « L'ordonnance du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés », *art. préc.*, n° 21 ; V. MAGNIER, « Du choc de simplification au poids des réformes », *Rev. Lamy. dr. aff.* 2014, n° 29, p. 3 ; D. DONDERO, « Conflits d'intérêts : les réformes attendues en matière de conventions conclues dans le cadre d'un groupe », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110z6, p. 843.

du champ d'application des conventions réglementées. Le dispositif ne concerne en effet que les engagements pris à l'occasion de la cessation ou du changement de fonctions. En outre, au moment du versement de la prime, le bénéficiaire n'a pas encore la qualité de dirigeant et ne se voit pas donc visé par la procédure des conventions réglementées. Or, au regard de la nature et de l'importance du montant de certaines primes de bienvenue octroyées aux dirigeants, il est possible de s'interroger sur l'opportunité de les soumettre au contrôle des actionnaires.

Le législateur a reconnu la licéité de cette prime en l'incluant dans le dispositif relatif à l'information devant figurer dans le rapport de gestion[1030]. Cependant, sa nature juridique n'est pas claire étant donné qu'aucune disposition légale ne détermine le régime juridique qui lui est applicable. Pour certains, le versement d'un *golden hello* correspond pour le dirigeant à une indemnisation de la perte, causée par son départ, d'avantages dont il bénéficiait au titre de ses précédentes fonctions[1031]. Pour d'autres, il s'agit d'une indemnité d'indisponibilité puisque le dirigeant quitte la société dans laquelle il était intégré et se rend disponible à l'égard de la société qui s'est engagée à lui verser le *golden hello*. Le dirigeant se trouve alors placé dans une situation d'indisponibilité à l'égard des autres sociétés qui peuvent lui proposer des offres plus intéressantes[1032]. Ces arguments ne semblent pas emporter la conviction de la jurisprudence[1033]. De manière générale, la prime de bienvenue peut être considérée comme la contrepartie de l'engagement d'accepter les fonctions de mandataire social et non pas comme celle de l'exécution du mandat social[1034]. Ainsi, cette prime ne vient pas en contrepartie des services particuliers rendus à la société, de sorte qu'elle n'a pas une nature rémunératoire. Dès lors, dans le cas où le *golden hello* est versé au dirigeant après, et non avant, l'entrée dans les fonctions dirigeantes, ne pourrait-il pas constituer une convention réglementée ? Par ailleurs, l'octroi d'une prime d'arrivée, comme celui de l'indemnité de départ et du complément de retraite, n'est pas une opération courante conclue dans des conditions normales et est souvent précédé de négociations entre le dirigeant et la société.

[1030] C. com. L. 225-102-1.

[1031] C'est notamment le cas lorsque le dirigeant ne peut plus bénéficier de ses actions gratuites à la suite de son départ pour rejoindre une nouvelle société. C. CATHIARD, B. SAINTOURENS, A. LEMERCIER, « La rémunération des dirigeants dans les sociétés par actions », *art. préc.*, p. 3.

[1032] B. ROMAN, « Les 'golden hellos' : nouvel Eldorado des dirigeants », *JCP* E 2004, n° 25, 925, p. 996.

[1033] Dans la seule décision rendue en la matière, à notre connaissance, la Cour de cassation a déclaré le dirigeant d'une SAS coupable d'abus de biens sociaux en ce qu'il s'était fait verser une prime de bienvenue de 785 112,44 €. La Cour a rejeté le pourvoi qui a porté sur le fait que la prime versée au dirigeant ait indemnisé son départ de son ancienne société. Cass. crim., 30 juin 2010, n° 09-82062, *RTD com.* 2010, p. 748, note P. LE CANNU et B. DONDERO.

[1034] B. DONDERO, « Les goldens hellos : le salut impossible ? », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 113, p. 514.

Il serait donc plus cohérent de soumettre systématiquement le *golden hello* au régime des conventions réglementées, en vue de mieux contrôler son attribution et d'éviter l'excès.

280. À l'instar de la prime d'arrivée, la transaction passée avec la société après le départ du dirigeant ne subit pas la lourdeur des procédures réglementées.

2. La transaction conclue après la révocation du dirigeant

281. La révocation peut donner lieu à des conflits entre le dirigeant et la société. La volonté des parties de mettre fin à ces conflits peut les inciter à conclure une transaction aménageant les conditions de révocation et attribuant une indemnité au dirigeant révoqué[1035]. Cette transaction est conclue après la cessation des fonctions et échappe dès lors au contrôle des conventions réglementées, faute pour le bénéficiaire de revêtir la qualité de dirigeant. La transaction présente ainsi pour ce dernier une occasion d'obtenir une indemnité importante loin du regard des actionnaires. La validité de la transaction pourrait être mise en cause au regard de la révocation *ad nutum*. Celle-ci permet de révoquer le dirigeant à tout moment, sans préavis et sans aucune indemnité. Cependant, la jurisprudence a depuis longtemps assoupli sa position interdisant les clauses ou les accords contraires à la révocabilité *ad nutum*, en admettant la validité de ces accords s'ils n'ont ni pour objet ni pour effet d'entraver ou de restreindre la libre révocabilité[1036]. L'objet de la transaction peut donc porter sur les conditions de la révocation mais pas sur la décision elle-même de la révocation[1037]. La licéité des accords transactionnels conclus avec des dirigeants révoqués a ainsi été reconnue, au moins implicitement, par la Cour de cassation[1038].

Dans tous les cas, la validité de la transaction exige la réunion de certaines conditions[1039]. L'article 2044 du Code civil définit la transaction comme « *un contrat par lequel les parties terminent une contestation née, ou préviennent une contestation à naître* ». Il n'y a donc transaction qu'en présence d'une situation litigieuse et d'un accord entre les parties d'y mettre fin. La doctrine et la jurisprudence ont ajouté une troisième condition, à

[1035] L. POULET, *Transaction et protection des parties*, Paris : L.G.D.J, 2005 ; P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, *op. cit.*, p. 597.
[1036] V. *supra*, n° 85.
[1037] J. DELGA, « Les indemnités de révocation des PDG de SA en France sont interdites : propos sur les golden parachutes », *art. préc.*, p. 34.
[1038] Cass. 1re civ., 5 mars 2008, n° 07-14729, *Bull. civ.*, I, n° 65 ; Cass. 2e civ., 16 novembre 2004, n° 03-30364, *Bull. civ.*, II, n° 489, p. 416 ; Cass. com., 1er mars 2011, n° 10-30477, inédit.
[1039] A. BÉNABENT, *Droit des contrats spéciaux civils et commerciaux*, 10e éd., Paris : L.G.D.J, 2013, p. 665 et s.

savoir l'existence des concessions réciproques[1040]. Il n'en demeure pas moins que dans certains cas, l'accord transactionnel conclu entre la société et le dirigeant n'est qu'un « *habillage d'indemnités amiables de révocation* »[1041]. Un arrêt rendu le 1er mars 2011 permet d'illustrer l'application jurisprudentielle des conditions de validité de la transaction[1042]. En l'espèce, le président-directeur général de la société Havas avait signé avec la société, quelques jours après sa révocation, un accord par lequel une indemnité transactionnelle et une indemnité de non-concurrence lui étaient reconnues, en contrepartie de la renonciation à toutes actions, réclamations et prétentions relatives à la rupture de ses mandats sociaux. La Cour de cassation a approuvé la juridiction d'appel d'avoir déduit l'existence d'une situation litigieuse du caractère « *soudain et brutal* » de la révocation résultant de l'absence d'inscription de la révocation à l'ordre du jour du conseil d'administration. Les juges ont considéré qu'il existait bien des concessions réciproques, et ont reconnu la validité de la transaction même si « *l'accord transactionnel global a conventionnellement alloué au dirigeant révoqué des indemnités qu'il n'aurait pu obtenir judiciairement* »[1043]. En revanche, la Cour de cassation a soumis la transaction à la procédure des conventions réglementées parce que le dirigeant, ayant été révoqué par le conseil de son poste de président-directeur général, avait encore la qualité d'administrateur au moment de la signature de la transaction : l'administrateur fait en effet partie des dirigeants visés par l'article L. 225-38 du Code de commerce.

282. Il peut donc être remarqué que la Haute cour reconnaît aisément la validité de la transaction conclue avec les dirigeants révoqués, et ne la soumet au contrôle des actionnaires que si le bénéficiaire conserve sa qualité de dirigeant ou d'administrateur de la société. L'impossibilité d'exercer ce contrôle dans les autres cas est regrettable, car elle permettrait de contourner la loi. La transaction peut en effet se substituer au parachute doré dans la mesure où le dirigeant révoqué préférerait signer une transaction secrète avec le conseil, sur lequel il peut exercer des influences, à l'obtention d'une indemnité de départ connue par les actionnaires et soumise à leur approbation [1044]. Il convient de souligner que le risque de conflit

---

[1040] Cass. soc., 13 novembre 1959, *JCP* G 1960, II, n° 11450, note G-H. CAMERLYNCK ; C. JARROSSON, « Les concessions réciproques dans la transaction », *D.* 1997, p. 267.

[1041] J. DELGA, « Les indemnités de révocation des PDG de SA en France sont interdites : propos sur les golden parachutes », *art. préc.*, p. 38.

[1042] Cass. com., 1er mars 2011, n° 10-13993, *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 113. p. 514, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2011, n° 5, comm. 89, p. 25, note M. ROUSSILLE.

[1043] La Cour de cassation avait décidé, dans un ancien arrêt, que les concessions dérisoires sont assimilées à une absence de concession. Cass. 1re civ., 4 mai 1976, n° 74-12526, *Bull. civ.*, I, n° 157, p. 124

[1044] Le professeur Paul Le CANNU avait, dès 2005, expliqué cette situation : « *Et si l'engagement est pris alors que l'intéressé a cessé ses fonctions ? Soit on estimera que, n'étant plus dirigeant, il ne rentre plus dans le*

d'intérêts, contre lequel le régime des conventions réglementées vise à lutter, ne disparaît pas directement après le départ du dirigeant. La même remarque vaut pour le cas du dirigeant de fait. La convention conclue entre la société et le dirigeant de fait ne constitue pas une convention réglementée, car celui-ci n'a pas la qualité de dirigeant de droit[1045]. Une fois encore, la solution ne correspond pas à l'esprit du régime des conventions réglementées tendant à éviter le conflit d'intérêts, et ouvre la porte à l'excès. Le dirigeant de fait, comme l'explique un auteur, « *sait qu'il peut passer sans aucun contrôle toute convention qui lui semble opportune avec la société qu'il dirige. Il est fortement incité à ne pas prendre de fonctions publiques de direction ou d'administration au sein de la société afin de mieux pouvoir passer régulièrement contrat de fourniture, distribution, financement avec cette société sans la lourdeur des procédures réglementées* »[1046].

Il a ainsi été proposé de prévoir que tous les éléments constitutifs des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux ainsi que les engagements de toutes natures correspondant à des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de fonctions relèvent du régime des conventions réglementées[1047]. Cette proposition n'a toutefois pas été adoptée par l'Assemblée nationale. Les primes de bienvenue et les transactions continuent, par conséquent, à relever de la compétence exclusive du conseil.

283. Aux sanctions faibles et aux limitations du champ d'application du régime des conventions réglementées s'ajoutent les pouvoirs en blanc dont le dirigeant pourrait profiter pour obtenir un vote favorable à sa rémunération.

c) Des pouvoirs en blanc

284. L'actionnaire qui ne peut pas se rendre à l'assemblée générale dispose de la possibilité de se faire représenter par un autre actionnaire, par son conjoint ou par toute autre

---

champ d'application des textes nouveaux, et il échappe donc au contrôle. Soit on pensera en termes de cause de la rémunération, de l'indemnité ou de l'avantage, et l'on appliquera le système des conventions réglementées à l'ancien dirigeant. La seconde solution a l'avantage d'éviter une fraude facile, mais elle n'est pas en ligne avec le champ d'application traditionnel des articles L. 225-38 et suivants » : P. Le CANNU, « L'encadrement de certains éléments de rémunération, indemnités et avantages accordés aux dirigeants », *RTD com*. 2005, p. 764, spéc. p. 768.

[1045] Cass. soc., 3 mai 2012, n° 10-20998, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 314. p. 562, note H. BARBIER.

[1046] H. BARBIER, note sous Cass. soc., 3 mai 2012, *préc*.

[1047] Rapport de P. HOUILLON du 7 juillet 2009 sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés, *op. cit*., p. 71.

personne physique ou morale de son choix[1048]. Une autre option est ouverte aux actionnaires, notamment à ceux qui ne connaissent aucune personne susceptible de les représenter, à savoir celle des « pouvoirs en blanc ». Selon cette pratique, l'actionnaire peut donner procuration sans indiquer le nom de son mandataire. Dans ce cas, le dernier alinéa de l'article L. 225-106 du Code de commerce dispose que « *le président de l'assemblée générale émet un vote favorable à l'adoption des projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, et un vote défavorable à l'adoption de tous les autres projets de résolution* ».

L'excès qui peut résulter du mandat en blanc a été dénoncé de longue date par la doctrine[1049], alors que sa validité a été affirmée très tôt par la jurisprudence[1050]. En effet, la technique du mandat en blanc lutte contre l'absentéisme des actionnaires et facilite l'obtention du quorum nécessaire à la validité des délibérations de l'assemblée générale[1051]. La jurisprudence précise que les pouvoirs doivent être adressés à la société[1052] et que la procuration doit correspondre à un projet de résolution proposé par le conseil d'administration ou le directoire, à l'exclusion de tout autre vote[1053]. En revanche, ce régime déroge au principe de séparation des organes sociaux puisqu'il permet une certaine délégation de pouvoir de l'assemblée vers les dirigeants. Ceux-ci pourraient, grâce aux pouvoirs en blanc, orienter le vote à l'assemblée générale et obtenir systématiquement un vote approbateur sur leur rémunération.

285. Le législateur a essayé de réduire les inconvénients de la pratique des pouvoirs en blanc en renforçant la participation au vote et en modernisant ses moyens. De la sorte, dès 1983, le vote par correspondance a été introduit en droit français pour que les actionnaires puissent voter à distance[1054]. La loi NRE a permis aux membres des conseils d'administration et de surveillance et aux actionnaires des sociétés anonymes de participer et de voter aux réunions par des moyens de télécommunication électronique notamment visioconférence et

---

[1048] C. com. L. 225-106, al. 1 et 2.
[1049] P. CORDONNIER, « L'usage des pouvoirs en blanc dans les assemblées d'actionnaires », *Journ. Sociétés* 1934, p. 417.
[1050] Cass. req., 7 décembre 1857, *D.P*. 1858, p. 111 ; CA Amiens, 12 juillet 1929, *Journ. Sociétés* 1929, p. 651, note P. CORDONNIER ; Cass. com., 27 octobre 1959, *D*. 1960, p. 454, note A. DALSACE ; Cass. com., 7 juin 1963, *D*. 1964, p. 308, note A. DALSACE.
[1051] H. MOUBSIT, *La représentation en droit des sociétés*, *op. cit*., p. 410.
[1052] Cass. com., 26 octobre 1981, n° 80-13121, *Bull. civ*., IV, n° 369, p. 293.
[1053] CA Limoges, 19 octobre 1992, *Bull. Joly Sociétés* 1993, § 48, p. 217, note P. LE CANNU.
[1054] C. com. art. L. 225-107, I.

Internet[1055]. Au niveau européen, la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007[1056] a mis en place une réglementation visant à faciliter, organiser et encadrer le vote. Elle a également ouvert la voie aux mandataires professionnels[1057]. À son tour, l'ordonnance du 9 décembre 2010 transposant la directive de 2007, a offert à l'actionnaire le droit de désigner comme mandataire toute personne physique ou morale pour participer et voter à l'assemblée générale, alors que la procuration de vote n'était auparavant possible qu'entre actionnaires ou au bénéfice du conjoint de l'actionnaire[1058]. Elle a également instauré la notion d'appel public à mandat[1059]. En outre, il peut être soutenu que le détournement à des fins contraires à l'intérêt social, des voix confiées aux dirigeants au moyen des pouvoirs en blanc est pénalement sanctionné par l'article L. 242-6 du Code de commerce relatif au délit d'abus des voix.

286. Certes, l'évolution législative permet de limiter la pratique critiquable du mandat en blanc. Néanmoins, l'ordonnance de 2010 a maintenu cette pratique sans pour autant préciser les modalités du vote, ce qui pourrait favoriser son développement[1060]. Par ailleurs, si la loi a facilité le vote et la participation à l'assemblée générale à distance, elle a en même temps rendu plus aisé l'envoi des procurations par Internet, ce qui pourrait entraîner une augmentation des pouvoirs en blanc et donc renforcer les pouvoirs des dirigeants en place[1061]. Quant au délit d'abus des voix, il s'agit d'un délit inusité[1062]. C'est notamment pour cette

---

[1055] C. com. art. L. 225-107, II ; M.-C. GLOTIN, « Les délibérations sociales par télétransmission : une innovation de la loi NRE », *JCP* E 2002, n° 18, 722, p. 747 ; C. CATHIARD, « L'utilisation des moyens de télécommunication pour la préparation et la tenue des conseils et assemblées des sociétés anonymes », *JCP* E 2007, n° 20, 1660, p. 32.

[1056] Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JOUE* du 11 juillet 2007, n° L 184, p. 17.

[1057] C. MALECKI, « L'actionnaire sans frontières et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 266, p. 927.

[1058] Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/ CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JORF* du 10 décembre 2010, n° 286, p. 21612 ; G. NOTTÉ, « Exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *JCP* E 2010, n° 50, 679, p. 6.

[1059] C. com. L. 225-106-2 : « *Toute personne qui procède à une sollicitation active de mandats, en proposant directement ou indirectement à un ou plusieurs actionnaires, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, de recevoir procuration pour les représenter à l'assemblée d'une société mentionnée aux troisième et quatrième alinéas de l'article L. 225-106, rend publique sa politique de vote.*
Elle peut également rendre publiques ses intentions de vote sur les projets de résolution présentés à l'assemblée. Elle exerce alors, pour toute procuration reçue sans instructions de vote, un vote conforme aux intentions de vote ainsi rendues publiques ».

[1060] H. MOUBSIT, « Réflexion sur le projet d'ordonnance portant transposition de la directive relative au droit de vote des actionnaires », *LPA* 29 juillet 2010, n° 150, p. 10.

[1061] V. BROSSES, J. HAELLING, « L'utilisation des moyens de télécommunication aux conseils et assemblées générales des sociétés anonymes », *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 242, p. 1089, spéc. p. 1094.

[1062] D. REBUT, « Abus de biens sociaux », *Rép. pén*, janvier 2014, n° 126.

raison que le rapport Coulon sur la dépénalisation de la vie des affaires a proposé de le supprimer[1063].

Malgré ses inconvénients, le régime des pouvoirs en blanc a été maintenu[1064]. Il s'agit d'un moyen pour le mandataire d'exercer un véritable pouvoir juridique de décision. Le mandat en blanc apparaît pour les organes de direction « *comme un moyen commode de s'arroger une majorité à l'assemblée générale et d'en avoir la maîtrise* »[1065]. Si le maintien de ces pouvoirs est nécessaire pour les exigences relatives au quorum, il apparaît donc très important que son régime soit précisé pour éviter son utilisation abusive et ce, de manière générale et non seulement en matière de rémunération des dirigeants.

287. En général, le mécanisme des conventions réglementées a été jugé inopérant et inadapté[1066]. Il n'a réussi ni à impliquer les actionnaires dans la prise de la décision fixant la rémunération ni à diminuer l'influence du dirigeant. La faiblesse des sanctions prévues en cas de violation du régime des conventions réglementées et la possibilité de contourner le contrôle que celui-ci impose l'ont rendu inefficace. La procédure de fixation des rémunérations des dirigeants demeure, comme le relève un auteur, « *téléguidée par le président ou les membres du directoire qu'elle intéresse au premier chef. De même que les dirigeants, même minoritaires, savent utiliser les mécanismes des assemblées pour désigner le conseil qui leur convient, de même savent-ils faire décider la rémunération qui leur sied* »[1067].

288. Par ailleurs, le régime des conventions réglementées permettait un versement automatique de l'indemnité sans tenir compte des performances du dirigeant. Le Parlement français n'est pas resté passif face à ces critiques et est intervenu pour renforcer le contrôle sur l'attribution des rémunérations des dirigeants. Un nouveau critère de validité a ainsi été posé : la performance.

[1063] Rapport au garde des Sceaux, ministre de la Justice de J.-M. COULON du janvier 2008 sur la dépénalisation de la vie des affaires, Paris : La documentation française, coll. Rapports officiels, 2008, p. 33.
[1064] J.-M. MOULIN, *Le principe d'égalité dans la société anonyme*, Thèse, Paris V, 1999, Tome 2, p. 540.
[1065] H. MOUBSIT, *La représentation en droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 411.
[1066] D. SCHMIDT, « Les apports de la loi de sécurité financière au droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 62, p. 321, spéc. p. 328 ; D. SCHMIDT, « Conventions réglementées : commentaire du rapport du groupe de travail de l'AMF sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotée », *Rev. sociétés* 2012, p. 139 ; V. également, J.-F. BARBIÉRI, « Les conventions réglementées : entre la réalité de l'ambition régulatrice et fiction de la prévention des conflits », *in* J.-F. BARBIÉRI, M.-H. MONSERIE-BON, *La loi NRE et le droit des sociétés*, *op. cit*., p. 53.
[1067] P. LE CANNU, « Rémunérations des dirigeants de société anonyme et contrôle des conventions », *art. préc.*, n° 3.

SECTION -2- LA CONSÉCRATION DU LIEN ENTRE LA RÉMUNÉRATION ET LA PERFORMANCE

289. Les lois successives en matière de gouvernance d'entreprise n'ont pas assuré une convergence suffisante entre l'intérêt du dirigeant et celui de la société. La simple adoption d'une logique conventionnelle dans la détermination de la rémunération des dirigeants suscite des réserves, alors que l'accroissement de la transparence a permis une médiatisation complète de ces rémunérations mettant en exergue le décalage entre le gain des dirigeants et les résultats de l'entreprise. L'affaire EADS de 2006[1068] a encore creusé le fossé entre l'opinion publique et les pratiques de rémunérations excessives. La nécessité de trouver un équilibre entre la moralisation de ces pratiques et l'efficacité a justifié une nouvelle intervention législative[1069]. Ainsi, la loi de 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (loi TEPA), de même que celle de 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (loi Macron) sont venues prolonger l'action entreprise par la loi de 2005 en subordonnant l'octroi de certains éléments de rémunérations au respect de conditions de performance. Cette loi a également été l'occasion de renforcer la transparence, faisant de la rémunération différée une « *super convention réglementée* »[1070]**(§1)**. Certes, les objectifs du législateurs sont louables, mais les effets produits par la réforme suscitent, une fois encore, un certain scepticisme **(2§)**.

§ 1. L'INSTAURATION DES CONVENTIONS « SUPER » RÉGLEMENTÉES

290. Le régime des conventions réglementées ne répondait pas suffisamment à son objectif en tant que système préventif. Il n'assurait en effet l'encadrement des rémunérations différées des dirigeants qu'au stade de leur décision, et non à celui de leur versement. La loi TEPA a essayé de remédier à cette insuffisance en renforçant le contrôle non seulement au moment de la souscription de l'engagement **(A)**, mais également lors de son exécution **(B)**.

[1068] V. *supra*, n° 208.
[1069] Rapport de S. HUYGHE du 4 juillet 2007, sur l'article 7 du projet de loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, *AN*, n° 58, p. 20.
[1070] Rapport de J.-C. TAUGOURDEAU du 4 juillet 2007 sur le projet de loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, *AN*, n° 59, p. 43.

A / Le renforcement du contrôle au moment de la souscription de l'engagement

291. Le principal apport de la loi de 2007 consiste à subordonner l'octroi des rémunérations différées à la réalisation des conditions de performance **(a)**. L'occasion a été également saisie pour améliorer les obligations de transparence relatives à la conclusion de la convention **(b)**.

a) L'exigence des conditions de performance

292. Le lien entre la performance et la rémunération des dirigeants a fait l'objet de nombreuses recherches. Les études réalisées dans le contexte américain ont fait ressortir des résultats contradictoires. Dans une étude publiée en 1990, Jensen et Murphy ont démontré que la sensibilité de la rémunération à la performance de la société est relativement faible[1071]. En revanche, l'étude de Hall et Liebman a remis cette théorie en question et a prouvé qu'une forte corrélation existe entre performance et rémunération des dirigeants, notamment en prenant en considération les stock-options[1072]. Ce résultat a été confirmé par certaines études empiriques réalisées en France[1073].

293. Le rapport qui lie la rémunération à la performance n'a pas été ignoré par la jurisprudence. Celle-ci n'hésite pas à qualifier la rémunération d'excessive lorsqu'elle ne constitue pas la contrepartie des services effectifs rendus par le dirigeant[1074]. Quant à la loi, les articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce imposent depuis 2006[1075] aux conseils d'administration et de surveillance des sociétés cotées de présenter à l'assemblée les principes et les règles arrêtés pour déterminer les rémunérations des dirigeants. La loi ne fixait pourtant aucune condition au montant de la rémunération que la société peut décider d'accorder au dirigeant. En s'inspirant du droit anglo-saxon[1076], ainsi que des

---

[1071] M.-C. JENSEN, K.-J. MURPHY, « Performance pay and top-management incentives », *Journal of Political Economy*, avril 1990, vol. 98, n° 2, p. 225.
[1072] B.-J. HALL, J.-B. LIEBMAN, « Are CEOs really paid like bureaucrats? », *Quarterly Journal of Economics*, août 1998, vol. CXIII, p. 653.
[1073] M. KHENISSI, « Rémunération des dirigeants et performance financière : une étude française », 17 juin 2013, http://halshs.archivesouvertes.fr/docs/00/83/46/08/PDF/RA_munA_ration_des_dirigeants_et_performance_financiA_re.pdf.
[1074] V. *supra*. n° 68.
[1075] Loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social, *JORF* du 31 décembre 2006, n° 303, p. 20210.
[1076] Le *Department of Trade and Industry* du gouvernement britannique a lancé en juin 2003 une consultation intitulée : « *Rewards for failure. Directors' Remuneration – Contracts, Performance & Severance* ». À la suite de cette consultation, le *Combined Code of corporate governance* a intégré, dans sa version de 2003, § B.1.5, la

recommandations de certains organismes français[1077], la loi TEPA est venue conditionner, pour la première fois, la validité de la rémunération au respect des conditions de performance. Désormais, les articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1, alinéa 2, du Code de commerce disposent que « *sont interdits les éléments de rémunération, indemnités et avantages dont le bénéfice n'est pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société dont il préside le conseil d'administration ou exerce la direction générale ou la direction générale déléguée* ».

Dès lors, la convention conclue entre la société et le dirigeant ne peut plus être automatiquement efficace dès qu'elle respecte les conditions de forme. Encore faut-il qu'elle respecte les conditions de performance déterminées par le conseil d'administration ou de surveillance. Ces conditions s'appliquent aux engagements pris par les sociétés cotées au bénéfice des dirigeants à l'occasion de la cessation ou du changement de leurs fonctions, ou postérieurement à celles-ci. Par cette mesure, le législateur ne se contente pas de protéger l'intérêt social[1078] : il prend également en compte l'intérêt général en donnant un fondement clair et justifié aux rémunérations différées et en supprimant les indemnités perçues comme des « *primes à l'échec* »[1079] par les actionnaires et l'opinion publique en raison de leur déconnexion avec les résultats de la société.

La loi a confirmé le lien entre la rémunération et la performance en prévoyant que la fixation de la rémunération en méconnaissance des conditions de performance entraîne de plein droit la nullité. Cette nullité est déduite de la formule « *sont interdites…* » figurant à l'article L. 225-42-1 du Code de commerce[1080]. L'imprécision du régime de cette interdiction

---

recommandation suivante : « *The remuneration committee should carefully consider what compensation commitments (including pension contributions and all other elements) their directors' terms of appointment would entail in the event of early termination. The aim should be to avoid rewarding poor performance. They should take a robust line on reducing compensation to reflect departing directors' obligations to mitigate loss* ».

[1077] L'association française de la gestion financière avait proposé en 2007 que « *les éventuelles indemnités de départ de toute nature des mandataires sociaux dirigeants soient proportionnelles à la durée de présence, à la rémunération et à la valorisation intrinsèque de la société durant le mandat de l'intéressé* » : AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », 2007, p. 19.

[1078] P. LE CANNU, « L'encadrement des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2007, p. 465, spéc. n° 33.

[1079] Rapport de G. CARREZ du 5 juillet 2007 sur le projet de loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, *AN*, n° 62, p. 291.

[1080] Y. PACLOT, C. MALECKI, « Le nouveau régime des rémunérations, indemnités et avantages des dirigeants des sociétés cotées », *D.* 2007, p. 2481, spéc. n° 18. Les auteurs considèrent toutefois que cette sanction semble paradoxale car « *frappant une convention, par hypothèse, autorisée, elle est plus sévère que la nullité facultative, prononcée uniquement en cas de préjudice subi par la société applicable aux conventions réglementées conclues sans autorisation préalable* ».

laisse à penser que la sanction applicable est celle attachée à la conclusion des conventions interdites, à savoir la nullité de plein droit[1081].

294. La réforme de 2007 ne s'est pas limitée à l'exigence des conditions de performance pour l'attribution des rémunérations différées. Elle a également imposé de nouvelles mesures pour améliorer la transparence et renforcer le régime des conventions réglementées.

b) L'amélioration de la transparence

295. En dépit de la multiplication des obligations d'information, le niveau de transparence des conventions réglementées n'était pas satisfaisant. En vue d'améliorer ce niveau, la loi a exigé, d'une part, la publicité de l'autorisation préalable donnée par le conseil **(1)** et d'autre part, l'individualisation des résolutions de l'assemblée générale qui approuvent la convention **(2)**.

1. La publication de l'autorisation préalable du conseil

296. La rémunération des dirigeants constituant une convention réglementée fait l'objet d'une autorisation préalable du conseil d'administration, ou de surveillance, ainsi que d'une approbation *a posteriori* de l'assemblée générale. Dans le cadre du régime antérieur, les actionnaires ne pouvaient prendre connaissance de la convention que quelques mois après sa conclusion, à savoir lors de l'assemblée générale annuelle qui doit se prononcer sur l'approbation de cette convention[1082], l'autorisation du conseil n'étant soumise à aucune obligation de publicité. En continuant sur la voie de la transparence et afin d'éclairer au mieux les actionnaires et le marché, la loi TEPA a imposé de rendre publique cette autorisation selon des modalités et dans des délais fixés par décret en Conseil d'État[1083]. Le rapport du Sénat

---

[1081] *Contra*, A. VIANDIER, « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 », *art. préc.*, p. 39, qui considère qu'il s'agit d'une nullité facultative ; S'agissant de la nullité absolue des conventions interdites : Cass. mixte., 10 juillet 1981, n° 77-10794, *Rev. sociétés* 1982, p. 84, note C. MOULY.

[1082] D. SCHMIDT, « Des 'conventions réglementées' à la publication des transactions entre parties liées », *art. préc.*, p. 654.

[1083] C. com. art. L. 225-42-1, al. 3.

a expliqué qu' « *il serait opportun que cette publicité permette [aux actionnaires et au marché] d'être informés de façon aussi rapide, complète et accessible* que possible »[1084].

En application de l'article L. 225-42-1 du Code de commerce, le décret du 7 mai 2008[1085] a précisé que « *l'autorisation mentionnée au troisième alinéa de l'article L. 225-42-1 est publiée sur le site internet de la société concernée dans un délai maximum de cinq jours suivant la réunion du conseil d'administration au cours de laquelle elle a été délivrée. Elle y est consultable pendant toute la durée des fonctions du bénéficiaire* »[1086]. La publication de l'autorisation du conseil présente l'avantage d'assurer une information rapide des actionnaires et ce, indépendamment de la tenue de l'assemblée générale annuelle. Ceux-ci ont désormais la possibilité de poser des questions sur les critères de performance et peuvent même saisir le juge si une rémunération différée paraît excessive[1087]. Cependant, la loi ne détermine pas la sanction applicable si le délai de cinq jours n'a pas été respecté.

297. Outre le respect des conditions liées aux performances et l'obligation de publier l'autorisation préalable du conseil, la loi a imposé que l'approbation de l'assemblée générale fasse l'objet d'une résolution spécifique pour chaque bénéficiaire.

2. L'individualisation des résolutions de l'assemblée générale

298. Afin d'approfondir l'exigence de transparence, la loi a imposé d'individualiser les résolutions de l'assemblée générale qui approuvent les conventions réglementées. Ainsi, aux termes des articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1, alinéa 4, du Code de commerce « *la soumission à l'approbation de l'assemblée générale en application de l'article L. 225-40 [et L. 225-88] fait l'objet d'une résolution spécifique pour chaque bénéficiaire. Cette approbation est requise à chaque renouvellement du mandat exercé par les personnes mentionnées au premier alinéa* ». Cette disposition renforce le contrôle exercé par les actionnaires dans la mesure où elle permet d'éviter les pratiques de « vote bloqué » consistant à soumettre au vote de l'assemblée générale une résolution unique et globale, incluant

[1084] Rapport de P. MARINI du 19 juillet 2007, *op. cit.*, p. 181.
[1085] Décret n° 2008-448 du 7 mai 2008 pris pour l'application des articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du code de commerce et relatif à la publicité des rémunérations différées, *JORF* du 11 mai 2008, n° 0110, p. 7831 ; A. LIENHARD, « Parachutes dorés des dirigeants : publicité des rémunérations », *D.* 2008, p. 1333.
[1086] C. com. art. R. 225-34-1, al. 1.
[1087] Y. PACLOT, C. MALECKI, « Le nouveau régime des rémunérations, indemnités et avantages des dirigeants des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 2485, spéc. n° 27.

l'approbation des rémunérations différées de plusieurs dirigeants[1088]. Les actionnaires se trouvaient face « *à une alternative extrême : soit accepter tous les engagements pris en la matière ; soit rejeter l'ensemble* »[1089]. De surcroît, la nouvelle mesure implique un vote nominatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants non seulement lors de sa mise en place, mais aussi à chaque renouvellement de mandat. Cette périodicité de la convention réglementée permettrait de redéfinir les critères de performance pour chaque mandat[1090]. Bien entendu, le respect de l'individualisation des résolutions s'applique aux révocations prononcées après l'entrée en vigueur de la loi TEPA[1091]. L'exigence d'une résolution spécifique pour chaque bénéficiaire, comme celle de la publication de l'autorisation du conseil, ne s'appliquaient pas aux retraites chapeau avant que la loi Macron de 2015 n'impose de soumettre ces dernières au régime commun des conventions réglementées[1092].

La procédure des conventions réglementées individuelles présente des difficultés pratiques lorsque la société débitrice n'est pas la société dirigée, surtout s'il s'agit d'une société étrangère[1093]. En effet, le législateur de 2007 n'a envisagé que l'hypothèse dans laquelle l'indemnité est versée par la société dirigée, même si l'alinéa 1er de l'article L. 225-42-1 a prévu que l'engagement peut être pris non par la société dirigée, mais par une société contrôlée ou qui la contrôle. La société dirigée doit également être une société française. Le législateur n'étant pas compétent pour régir les engagements pris au bénéfice de dirigeants de sociétés étrangères.

299. Quoi qu'il en soit, la portée de l'individualisation des résolutions de l'assemblée générale est atténuée par le fait que l'absence d'approbation des actionnaires, sauf fraude, n'a pas d'incidence sur la validité de la convention. De la sorte, lorsque les engagements concernant les rémunérations des dirigeants ne font pas l'objet d'approbations spécifiques pour chaque bénéficiaire, ou lorsque l'assemblée désapprouve toutes les conventions conclues avec les dirigeants, celles-ci restent valables et produisent leurs effets à l'égard des tiers.

[1088] F. DANNENBERGER, « Régime spécial de conventions réglementées pour les parachutes dorées », *LPA* 11 décembre 2007, n° 247, p. 6.
[1089] Rapport de P. MARINI du 19 juillet 2007, *op. cit.*, p. 181.
[1090] Rapport de G. CARREZ du 5 juillet 2007, *op. cit.*, p. 298.
[1091] Cass. com., 11 mars 2014, n° 13-10188, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111z7, p. 387, note J.-J. ANSAULT.
[1092] C.-A. MAETZ, « Des retraites chapeau aux dispositifs publicitaires dans les enceintes sportives », *JCP* E 2015, n° 37, 1418, p. 57.
[1093] Pour une présentation plus détaillée de ces difficultés : Y. PACLOT, C. MALECKI, « Les rémunérations différées des dirigeants dans les groupes de sociétés après la loi TEPA », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 115, p. 525.

La seule sanction prévue par la loi consiste à mettre à la charge de l'intéressé les conséquences préjudiciables à la société des conventions désapprouvées[1094].

300. À la différence des réformes précédentes, la loi TEPA ne s'est pas contentée de réglementer la seule conclusion de la convention : elle a également imposé de nouvelles mesures pour contrôler le versement de la rémunération.

B / Le renforcement du contrôle au moment de l'exécution de l'engagement

301. Alors que les mesures renforçant le contrôle de la conclusion des conventions prévoyant l'attribution des rémunérations au profit des dirigeants ont été multipliées, l'exécution de ces conventions n'a pas reçu la même attention du législateur. L'autorisation accordée par le conseil d'administration ou de surveillance constituait donc une sorte d'« *assurance tout risque* »[1095] empêchant la mise en cause postérieure de la convention, sauf en cas de fraude. Or, c'est le versement de la rémunération qui choque en réalité les actionnaires et plus généralement l'opinion publique[1096]. La loi de 2007 a remédié à cette carence en prévoyant qu'« *aucun versement, de quelque nature que ce soit, ne peut intervenir avant que le conseil d'administration ne constate, lors ou après la cessation ou le changement effectif des fonctions, le respect des conditions prévues* »[1097]. Une nouvelle étape a donc été ajoutée à la procédure des conventions réglementées. Le conseil doit désormais apprécier la performance du dirigeant bénéficiaire lors de son départ ou de son changement de fonctions, sans qu'un vote de l'assemblée générale sur cette appréciation soit nécessaire[1098]. L'obligation pour le commissaire aux comptes d'attester l'exactitude des informations relatives aux rémunérations des dirigeants figurant dans le rapport de gestion, implique qu'il contrôle le respect des conditions de performance[1099]. L'effectivité de la subordination du versement d'indemnités à des conditions de performances est ainsi garantie et le dirigeant est jugé sur le travail accompli[1100].

[1094] C. com. art. L. 225-41.
[1095] A. BALHADÈRE, « La loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat : les parachutes dorés », *LPA* 26 septembre 2007, n° 193, p. 37.
[1096] A. VIANDIER, « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 », *art. préc.*, p. 40.
[1097] C. com. art. L. 225-42-1, L. 225-90-1, al. 5.
[1098] P. LE CANNU, B. DONDERO, « Encadrement des parachutes dorés par la loi TEPA », *RTD com*. 2007, p. 764.
[1099] C. com. art. L. 823-10, al. 2.
[1100] F. DANNENBERGER, « Régime spécial de conventions réglementées pour les parachutes dorées », *art. préc.*, p. 7.

Les articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du Code de commerce, pris tous deux en leurs deuxièmes alinéas, exigent, comme pour la décision d'autorisation du conseil, la publication de la décision de constatation du respect des critères de performance. Cette publication permet aux actionnaires de prendre connaissance rapidement du versement effectif de l'indemnité. Celui-ci n'était auparavant révélé qu'à l'occasion du rapport annuel présenté après la cessation des fonctions du dirigeant. La décision de constatation doit désormais être publiée sur le site de la société dans un délai maximum de cinq jours suivant la réunion du conseil au cours de laquelle elle a été prise, et elle y reste consultable jusqu'à l'assemblée générale ordinaire suivante[1101]. Cependant, le texte n'impose que la publication du constat de respect des conditions de performance, et non la délibération du conseil, alors qu'il ressort des travaux parlementaires qu'une publication relatant « *les éléments factuels et chiffrés sur lesquels [l'appréciation] a été fondée* » était souhaitable[1102].

302. Le versement de l'indemnité sans vérifier si les conditions de performance ont été remplies peut engager la responsabilité civile ou pénale des dirigeants et des membres du conseil d'administration ou de surveillance qui ont autorisé ce versement. La question se pose de savoir si la mise en jeu de cette responsabilité reste envisageable si la performance a été respectée. En d'autres termes, poser des critères de performance, n'est-ce pas fermer la porte à toute contestation sur le montant des rémunérations lorsque ces critères sont atteints ? Il semble toutefois que l'observation des exigences légales relatives à la performance ne devrait pas dispenser de vérifier la compatibilité de la rémunération à l'intérêt social, n'empêchant pas, par conséquent, d'engager la responsabilité du dirigeant qui a perçu une rémunération excessive[1103].

Outre les sanctions relevant du droit commun, une sanction spécifique est prévue par l'alinéa 5 de l'article L. 225-42-1 du Code de commerce. Tout versement effectué en méconnaissance de l'exigence de constatation de l'application des critères de performance est en effet nul. À la différence de la nullité encourue en cas de violation des règles relatives à la souscription de l'engagement, la loi a expressément prévu qu'il s'agit dans ce cas d'une

---

[1101] C. com. art. R. 225-34-1 et R. 225-60-1, al. 2.

[1102] Rapport de P. MARINI du 19 juillet 2007, *op. cit.*, p. 182 ; P. LE CANNU, B. DONDERO, « Décret d'application complétant l'encadrement des parachutes dorés par la loi TEPA », *RTD com.* 2008, p. 584 : « *Le décret se contente de mentionner « l'autorisation » et « la décision », sans plus de détails. Ce laconisme réglementaire ne soustrait cependant pas les sociétés concernées à l'obligation de diffuser les informations permettant de renseigner les actionnaires et le marché de manière satisfaisante* ».

[1103] V. *supra*, n° 56.

nullité de plein droit. Cette nullité s'applique également lorsque l'exigence de publicité n'a pas été respectée, ou encore si les performances attendues font défaut[1104].

303. En nouant un lien lisible entre le versement des rémunérations et la performance de leur bénéficiaire, et en imposant la nullité de plein droit des engagements pris en méconnaissance de ce lien, la loi a durci la procédure des conventions réglementées, tout en mettant fin au caractère automatique des gains des dirigeants au détriment de la valorisation du risque et des résultats de la société. Le principe de performance souffre néanmoins de certaines limites qui peuvent atténuer sa portée et mettre son efficacité en question.

§ 2. LE PRINCIPE DE PERFORMANCE EN QUESTION

304. La consécration du lien entre la performance et le versement des indemnités aux dirigeants sociaux apparaît comme une solution permettant d'apaiser le climat qui entourait ces indemnités, et d'interdire une disproportion importante aux yeux de l'opinion publique entre le travail réalisé et sa gratification. Cependant, la mise en œuvre de cette solution n'a pas donné satisfaction puisque certaines limites viennent affecter son efficacité **(A)**, tandis que le législateur a refusé toutes les solutions alternatives tendant à plafonner les rémunérations des dirigeants, ou à en interdire certains éléments **(B)**.

A / La performance : une efficacité limitée

305. L'efficacité du principe de performance doit être examinée avec prudence dans la mesure où le législateur n'a pas défini les critères de performance **(a)**, et a restreint son champ d'application par rapport à celui du régime général des conventions réglementées **(b)**.

a) L'absence de définition légale de la performance

306. Si le législateur a imposé de lier l'attribution des rémunérations différées à la performance, il s'est gardé de déterminer les critères de performance qu'il convient de mettre en place, en laissant cette tâche au conseil d'administration ou de surveillance. La première question qui se pose est de savoir de quelle performance il s'agit. Est-ce la performance du

[1104] S. MESSAÏ-BAHRI, « Le régime juridique des parachutes dorés », *art. préc.*, p. 521.

dirigeant qui bénéficie de l'indemnité, ou est-ce la performance de la société en général ? Le projet de loi visait seulement la performance personnelle du bénéficiaire, mais le législateur a ensuite précisé sa position initiale en affirmant que les performances du dirigeant doivent être appréciées au regard de celles de la société[1105]. Cela signifie que l'effort fourni par le dirigeant ne saurait lui permettre de percevoir une indemnité de départ tant que les résultats de la société ne sont pas au rendez-vous.

L'obligation de corréler la performance du dirigeant avec celle de la société soulève une interrogation quant aux critères qui doivent être retenus[1106]. Naturellement, peuvent être évoqués les critères financiers et boursiers, tels que ceux proposés pendant les travaux parlementaires par la ministre de l'Économie[1107] : emploi, investissement, cours de bourse, insertion dans l'environnement économique, etc. Ces critères apparaissent, selon un auteur, simples et satisfont l'intérêt des actionnaires, intérêt que le législateur a voulu protéger[1108]. Cependant, les intérêts des actionnaires ne sont pas toujours les mêmes et peuvent différer selon leurs objectifs et selon que leur placement est à court ou à long terme[1109]. Par ailleurs, le recours à des critères purement financiers pourrait conduire à valider la rémunération différée alors que la réussite de la société n'est pas forcément due à la bonne performance du dirigeant bénéficiaire. En revanche, le dirigeant peut être privé de la rémunération convenue malgré l'importance des efforts qu'il a fournis, parce que les résultats de la société n'ont pas été atteints[1110]. En conséquence, la corrélation, recherchée par le législateur, entre la performance du dirigeant et celle de la société n'existe pas toujours, et l'obligation de respecter des conditions de performance ne serait qu'un moyen de légitimer le versement de l'indemnité au

---

[1105] Rapport de P. MARINI du 19 juillet 2007, *op. cit.*, p. 174 : « *En toute rigueur intellectuelle, la réussite du dirigeant, comme son échec, ne peut évidemment être appréciée qu'à l'aune des succès, ou des revers, rencontrés par l'entreprise* ».

[1106] A. HAMDOUCHE, M.-H. DEPRET, « Quel gouvernement d'entreprise pour quelle performance ? », *in* A. FINET (dir), *Gouvernance d'entreprise. Nouveaux défis financiers et non financiers,* Bruxelles : De Boeck, Coll. Méthodes & Recherches, 2009, p. 41.

[1107] Débats *AN*, Compte rendu analytique officiel, Séance du 13 juillet 2007, disponible sur www.assembleenationale.fr/13/cra/2006-2007-extra/012.asp.

[1108] A. COURET, « Rémunération des dirigeants sociaux : l'introduction partielle du critère de performance dans la loi », *Dr. social* 2008, p. 521, spéc. n° 36.

[1109] P. LE CANNU, « L'encadrement des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées », *art. préc.*, n° 34 : « *Dans une économie capitaliste, il est dans la logique d'apprécier les performances en fonction des intérêts des actionnaires, mais ceux-ci n'ont pas toujours la même perception de leurs intérêts, selon que leur placement est à court ou long terme, qu'il vise au gouvernement de la société ou à une simple opération financière, qu'il recherche le dividende ou la plus-value... Il est possible, dans ces conditions, qu'un conseil d'administration ou un conseil de surveillance n'ait pas sur ce sujet la même analyse qu'une assemblée d'actionnaires* ».

[1110] Sur l'influence des dirigeants sur la performance de la société : v. S. CHIKH, *L'effet du dirigeant sur la performance de l'entreprise*, Thèse, Lille 2, 2010.

dirigeant[1111]. Une solution consistant à inclure des critères non financiers a ainsi été proposée[1112]. Il pourrait ainsi être prévu que l'appréciation de la performance sera basée sur des éléments à la fois quantitatifs et qualitatifs. Les critères qualitatifs, tels que la mise en œuvre de la stratégie du groupe ou la qualité du management du dirigeant, ne visent pas à améliorer la performance financière à court terme, mais ils permettent de prendre en compte l'intérêt à long terme de la société[1113]. Il n'en demeure pas moins que les critères qualitatifs ne sont pas faciles à mesurer puisqu'il sera toujours difficile de distinguer nettement la part des dirigeants et celle de la société dans la performance globale[1114]. La responsabilité sociale et environnementale (RSE) prend aussi une part croissante dans la rémunération des dirigeants. Certaines sociétés ont en effet choisi d'indexer les indemnités de départ sur des critères sociaux et environnementaux conformément aux recommandations de l'AMF[1115]. Là encore, l'absence d'une définition précise de la performance extra-financière pourrait justifier l'attribution d'une rémunération élevée au dirigeant en dépit de mauvais résultats économiques en excipant une politique RSE dont la réalité est discutable. Un auteur ajoute que « *la rémunération éthique [autrement dit indexée sur des critères sociaux et environnementaux], en raison des asymétries informationnelles qu'elle induit, peut être utilisée par la technostructure comme un moyen d'éluder le contrôle des actionnaires sur le*

[1111] C. CHAMPAUD, D. DANET, « Dirigeants sociaux. Sociétés cotées. Indemnisation dite parachutes dorés », *RTD com*. 2007 p. 738, spéc. p. 740 : « *Dès lors que les organes sociaux jouent normalement leur rôle, les choix politiques et stratégiques qui conditionnent la performance de l'entreprise ne peuvent pas être imputés à un individu mais à une équipe. Or, en pratique, la question de l'indemnisation se pose surtout en cas de révocation individuelle du président. La loi bute donc sur le problème bien connu des économistes : comment déterminer le juste niveau de rémunération d'un agent dont la performance ne peut être dissociée de celle de l'équipe à laquelle il appartient. Comment récompenser un individu lorsque la performance est collective ? Finalement, le problème de l'indemnisation du président du conseil d'administration n'est pas différent de celui posé par la rémunération des déménageurs chargés de transporter un piano à queue* ».

[1112] V. en ce sens : Rapport de l'AMF sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en œuvre des recommandations AFEP /MEDEF, 9 juillet 2009, p. 50 : « *Les critères de performance quantitatifs retenus par les sociétés sont, à titre d'exemple, basés sur un taux de rentabilité, des indicateurs extra comptables ou des agrégats du compte de résultat. Certains émetteurs retiennent également comme un indicateur un indice boursier ou le cours de bourse de la société ainsi que la comparaison à un échantillon de sociétés comparables.*
Les critères qualitatifs retenus par les sociétés se fondent, notamment, sur la mise en œuvre de la stratégie du groupe, la qualité du management du dirigeant ou la gestion opérationnelle dans le contexte de la crise économique ».

[1113] Cette tendance peut aussi se déduire de la recommandation de la commission européenne n° 2009/385/CE du 30 avril 2009 concernant le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, point 3.2, *JOUE* du 5 mai 2009, n° L 120, p. 30. V. *infra*, n° 335.

[1114] P. LE CANNU, « L'encadrement des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées », *art. préc.*, p. 465, spéc. n° 34.

[1115] Recommandation AMF n° 2010-13, « Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », § 3.5.2, p. 34.

montant de sa rémunération. La rémunération éthique devient alors un obstacle à l'éthique de la rémunération »[1116].

307. Outre la difficulté de choisir les conditions de performance, la liberté laissée au conseil d'administration ou de surveillance pour déterminer ces conditions, ainsi que pour décider de la période de référence sur laquelle elles sont appréciées, pose la question de leur objectivité. En principe, les critères retenus par le conseil doivent être objectifs et maintenir un certain aléa[1117]. Cependant, tout dépend de l'impartialité et de l'indépendance des membres du conseil qui peuvent, sous l'influence du dirigeant, choisir certains critères qui lui seront favorables. Certains conseils se révèlent aussi peu exigeants. En 2014, le président-directeur général du groupe Kering a reçu 5,4 millions d'euros, dont un bonus annuel de 1,56 million, en hausse de 26 % alors que le résultat opérationnel courant, l'un des deux critères de performance retenus, et le résultat net courant ont baissé de près de 5 %[1118].

L'impossibilité de réalisation de la condition de performance pour des raisons extérieures à la direction peut également être évoquée. Une affaire très médiatisée illustre bien cette situation[1119]. En l'espèce, après la démission du président-directeur général de la société Valeo, le conseil d'administration a constaté que deux critères de performance n'étaient pas atteints, alors que la convention prévoyant l'indemnité de départ stipulait que lorsque seulement trois des cinq critères exigés étaient atteints, le dirigeant ne percevrait que 70 % des sommes prévues. Le conseil a toutefois décidé que le dirigeant avait atteint ses objectifs et était par conséquent fondé à percevoir 100% de l'indemnité convenue puisque l'impossibilité de réalisation de certaines conditions de performance n'était pas due à sa faute, mais résultait principalement de l'obligation de constituer une provision au titre d'un plan de restructuration sociale dans l'entreprise à la suite de la crise financière internationale qui affectait la société. Cet argument est certainement contestable, car il conduit à une modification des engagements initialement prévus, ce qui imposait la mise en œuvre d'une nouvelle procédure des

---

[1116] N. CUZACQ, « De l'éthique de la rémunération à la rémunération éthique du dirigeant », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 673.
[1117] A. COURET, « Rémunération des dirigeants sociaux : l'introduction partielle du critère de performance dans la loi », *art. préc.*, p. 521, spéc. n° 37.
[1118] V. SEGOND, « Votre patron est-il trop payé ? », *Le Monde*, 5 mai 2015, p. 6.
[1119] N. CORI, « Airbag en or massif à Valeo », *Libération*, 24 mars 2009, disponible sur http://www.liberation.fr/economie/2009/03/24/airbag-en-or-massif-a-valeo_548137 ; D. F, « Le parachute doré du patron de Valeo déclenche un tollé », *Les Échos*, 25 mars 2009, disponible sur http://www.lesechos.fr/25/03/2009/LesEchos/20391-009-ECH_le-parachute-dore-du-patron-de-valeo-declenche-un-tolle.htm#Zr4FdJ9fkcTRmJQP.99 ;
E. BEMBARON, « Comment Thierry Morin a sauvé son parachute doré », *Le Figaro*, 25 mars 2009, disponible sur http://www.lefigaro.fr/societes/2009/03/25/04015-20090325ARTFIG00291-comment-thierry-morin-a-sauve-son-parachute-dore-.php.

conventions réglementées ; de surcroît, le changement de circonstances ne saurait justifier l'impossibilité de remplir les conditions de performance[1120].

Ces exemples mettent en exergue la liberté dont dispose le conseil dans la définition et l'appréciation de la performance et l'abus qui pourrait en découler. En fin de compte, c'est le conseil qui définit les critères, et c'est à lui qu'il appartient d'en apprécier l'application. Le risque de conflit d'intérêts est évident et l'excès dans la détermination des conditions de performance ou dans l'appréciation de leur application remplacerait dans ce cas l'excès commis lors de la fixation de la rémunération[1121]. Faudrait-il dès lors donner, comme le proposent certains[1122], à l'assemblée générale le pouvoir de constater les performances ? Une telle solution ne saurait néanmoins améliorer la situation tant que les actionnaires n'exerçaient pas effectivement leur droit de vote[1123].

308. En tout état de cause, dans une économie libérale, les conditions de performance ne peuvent pas être déterminées par le législateur[1124] ou par le pouvoir réglementaire[1125]. Ceux-ci ne doivent pas en effet trop s'immiscer dans la gestion de la société. Dès lors, la performance semble effectivement difficile à définir. Alors qu'une définition légale n'est pas envisageable, les risques d'abus liés à la liberté de l'organe exécutif sont réels et constituent des limites importantes au principe de performance conduisant ainsi à en atténuer la portée ; portée au demeurant déjà limitée si tant est que l'on s'attache à observer le champ d'application restreint de l'exigence de performance.

[1120] La question de l'appréciation de la performance en cas de changement de circonstances pourrait néanmoins se poser si la théorie de l'imprévision est définitivement consacrée par la réforme du droit des obligations : V. *supra*, n° 128.

[1121] Y. PACLOT, C. MALECKI, « Le nouveau régime des rémunérations, indemnités et avantages des dirigeants des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 2485, spéc. n° 28 et s.

[1122] Dans ce sens, le régulateur boursier américain (SEC) a récemment proposé d'adopter la règle dite « pay for performance » consistant à obliger les entreprises à divulguer la relation entre la rémunération et la performance et la soumettre au vote des actionnaires. V. *infra*, n° 426.

[1123] V. *infra*, n° 419 et *supra*, n° 284.

[1124] Selon la ministre de l'économie : « *le conseil d'administration doit rester souverain en la matière, pour décider au cas par cas, avec l'approbation des actionnaires dont il est l'émanation. Il n'appartient pas au régulateur qu'est l'État ou au législateur de gouverner la relation individuelle entre un dirigeant et sa société* », Débats *AN*, Séance du 13 juillet 2007, *op. cit.*

[1125] *Contra*, Rapport de S. HUYGHE du 4 juillet 2007, *op. cit.*, p. 27 : « *La soumission de l'attribution d'une indemnité de départ aux performances du bénéficiaire devra, en tout état de cause, faire l'objet de précisions dans les mesures réglementaires d'application. Faute de quoi il serait à craindre que ne soient recherchés seulement des résultats boursiers ou une rentabilité financière de court terme, qui assujettiraient davantage les dirigeants en exercice à des pressions aux licenciements* ».

b) La restriction du champ d'application du principe de performance

309. Comparé à celui de la loi Breton, le champ d'application de la loi TEPA apparaît plus limité. Les alinéas 6 des articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du Code de commerce excluent expressément certains éléments de rémunération de l'exigence de respect des conditions de performance. Sont d'abord exclues, les indemnités octroyées au titre d'un engagement de non-concurrence. Cette première exclusion est conforme à la jurisprudence qui, s'agissant du contrat de travail, estime qu'une clause de non-concurrence n'est licite que si elle comporte l'obligation pour l'employeur de verser au salarié une contrepartie financière[1126] ; en outre, il peut paraître parfois indispensable d'indemniser le dirigeant pour l'astreindre à ne pas exercer d'activités professionnelles concurrentes portant atteinte aux intérêts de la société[1127]. La restriction du champ d'application de l'impératif de performance autorise à penser qu'un contournement du dispositif légal est possible par une inflation des contreparties financières octroyées au titre des clauses de non-concurrence[1128]. Il n'en demeure pas moins que ces rémunérations restent soumises au régime général des conventions réglementées et aux obligations de transparence.

310. Ensuite, ne sont pas concernés les engagements de retraite à prestations définies. L'exclusion des engagements répondant aux caractéristiques des régimes collectifs et obligatoires de retraite et de prévoyance visés à l'article L. 242-1 du Code de la sécurité sociale est justifiée par le fait que l'exigence de performance conduirait à mettre en cause le droit à retraite du dirigeant, alors que l'entreprise a cotisé et que le dirigeant a travaillé effectivement un certain temps pour la société[1129]. La loi excluait également les engagements répondant aux caractéristiques des régimes mentionnés à l'article L. 137-11 du même code. Cette exclusion a été critiquée dans la mesure où ces engagements sont versés indépendamment de la durée de l'activité déployée dans la société et peuvent logiquement être liés à des critères de performance[1130]. Cependant, la loi de 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, suivant les préconisations du rapport des inspecteurs généraux des finances[1131], a finalement subordonné l'attribution des avantages de

---

[1126] Cass. soc., 10 juillet 2002, n° 00-45387, *D*. 2002, p. 2491, note Y. SERRA.
[1127] *Contra*, D. VIDAL, « Les modifications apportées par l'article 17 de la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 au régime des rémunérations, indemnités et avantages à caractère différé en faveur des dirigeants de sociétés anonymes inscrites sur un marché réglementé », *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 311, p. 1147, spéc. n° 8.
[1128] En ce sens, S. MESSAÏ-BAHRI, « Le régime juridique des parachutes dorés », *art. préc.*, p. 521.
[1129] Rapport de S. HUYGHE du 4 juillet 2007, *op. cit.*, p. 31.
[1130] J. CALBIAC, *Les avantages sociaux des dirigeants d'entreprise*, *op. cit.*, p. 84.
[1131] IGF, « Encadrement des retraites chapeau », décembre 2014, p. 16.

retraite résultant de l'article L. 137-11 du Code de la sécurité sociale au respect de conditions de performance[1132].

311. À l'exception de ces exclusions, le périmètre de la procédure renforcée des conventions réglementées s'étend à tous les parachutes dorés[1133], y compris les clauses d'indemnité qui pourraient figurer dans un contrat de travail. Les articles L. 225-22-1 et L. 225-79-1 du Code de commerce soumettent à l'obligation de performance « *les dispositions dudit contrat correspondant, le cas échéant, à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, ou postérieurement à celles-ci* ». Il en résulte que si l'indemnité n'est pas liée à la cessation ou au changement des fonctions de dirigeant, mais uniquement à la rupture du contrat de travail, elle ne doit pas s'accorder avec des conditions de performance. Or, la cessation des fonctions de direction et la rupture du contrat de travail sont, en pratique, souvent concomitantes[1134]. De la sorte, la convention prévoyant une indemnité de départ seulement en cas de rupture du contrat de travail ne serait dans ce cas qu'un moyen d'échapper à l'exigence de performance. Il semblerait donc nécessaire de soumettre l'indemnité au respect de critères de performance lorsque la rupture du contrat de travail est concomitante à la cessation des fonctions de dirigeant.

312. Plus contestable encore est l'exclusion du *golden hello* et des stock-options de l'obligation des conditions de performance. L'article L. 225-42-1 ne concerne en effet que les rémunérations attribuées à l'occasion de la cessation ou du changement des fonctions du mandataire social. Cette exclusion peut paraître normale dans la mesure où l'octroi d'un *golden hello* ou d'une option de souscription ou d'achat d'actions ne constitue pas une convention réglementée. Cependant, le risque de contourner la loi n'est pas exclu dans les

---

[1132] D. VELARDOCCHIO, « Adoption de la loi Macron : réformes du droit des sociétés », *JCP* E 2015, n° 30, 612, p. 9.

[1133] Selon l'ANSA, les mesures de la loi de 2007 ne s'appliquent pas aux indemnités accordées lors de la cessation du mandat intervenant de manière imprévisible et anticipée dans la mesure où le texte ne vise que les ''engagements'', alors que ces indemnités ne sont pas antérieures, mais concomitantes à la cessation des fonctions de dirigeant (*Bull*. ANSA, 1er décembre 2007, n° 07-039). Cette position ne semble pas justifiée et méconnaît tant la lettre que l'esprit de la loi. De la sorte, l'attribution immédiate d'une indemnité à raison de la cessation du mandat et qui n'avait pas été prévue par une convention antérieure demeure soumise à l'impératif de performance, et ce malgré l'impossibilité pratique de mettre en place la procédure des conventions réglementées dans ces cas. L'inverse ouvrirait la porte à la fraude à la loi (A. COURET, « Rémunération des dirigeants sociaux : l'introduction partielle du critère de performance dans la loi », *art. préc.*, n° 19 et s).

[1134] P. MANIÈRE, « Proposition pour ''bien'' payer les dirigeants », *Problèmes économiques*, n° 2.936, 5 décembre 2007, p. 18, spéc. p. 22 : « *La suspension du contrat de travail que nous connaissons aujourd'hui est en réalité une fiction : jamais, si l'on devient mandataire, on ne retrouvera effectivement sa situation de simple salarié dans la même entreprise. L'éviction est presque systématiquement nécessaire en cas d'échec ou, plus généralement, de rupture et la rétrogradation au rang de simple salarié est ingérable pour toutes les parties* ».

deux situations. En effet, l'exclusion de la prime d'arrivée pourrait permettre à cette pratique de se développer à la place des autres éléments de rémunérations soumises à l'exigence de la performance[1135].

313. Quant aux stock-options, aucune condition de performance n'est exigée pour l'attribution des options de souscription ou d'achat d'actions pour la simple raison que le mécanisme de stock-options est intrinsèquement lié à une exigence de performance boursière. Lorsque celle-ci est au rendez-vous, le prix de l'action augmente, les options peuvent être exercées et le dirigeant peut réaliser une plus-value. Il s'agit donc d'un mécanisme d'incitation à la création de valeur, dans la mesure où les dirigeants seront tentés de maximiser leurs gains en contribuant à une valeur des titres la plus élevée possible[1136]. Cependant, cette fonction incitative doit être relativisée pour plusieurs raisons. En effet, les options ont été fréquemment attribuées à des dirigeants au moment de leur départ pour les remercier de services passés, ce qui pourrait laisser penser qu'elles constituent un complément d'indemnité de départ[1137]. Le système de stock-options est donc devenu un moyen pour augmenter les rémunérations des dirigeants et a donné lieu à des abus. Rémunération incitative, l'option ne doit pas avoir pour objet d'assurer un complément d'indemnisation au dirigeant[1138]. De plus, le caractère incitatif peut être contesté en raison des décotes d'attribution que le mécanisme des stock-options permet[1139], de la pratique de la couverture des plus-values latentes[1140], ou encore de la technique du *repricing*. Cette dernière

---

[1135] H. HOVASSE, « La réforme des parachutes dorés dans la loi du 21 août 2007 », *Dr. Sociétés* 2007, n° 11, comm. 197.

[1136] F.-M. LAPRADE, « La rémunération des dirigeants sociaux au travers d'instruments financiers », *art. préc.*, p. 542. Pour une étude économique de l'influence des éléments incitatifs de la rémunération sur les décisions prises par l'entreprise, A. DI GIACOMO, *Rémunération des dirigeants et politique financière de l'entreprise*, Thèse, Lille II, 2014.

[1137] Rapport de P. HOUILLON du 7 juillet 2009, *op. cit.*, p. 20 : « *Ces pratiques ont contribué à dénaturer les principes inhérents aux plans d'options de souscription ou d'achat d'actions, en les transformant en instruments de rémunération différée au détriment de leur objet initial* ».

[1138] R. VATINET, « Le clair-obscur des stock-options à la française », *Rev. sociétés* 1997, p. 31.

[1139] La loi autorise l'émission des stock-options avec une décote d'attribution de 20 %. Selon les articles L. 225-177, alinéa 4, et L. 225-179, alinéa 2, du Code de commerce, il est interdit de consentir une option de souscription pour un prix inférieur à 80 % de la moyenne des cours cotés aux vingt séances précédentes de bourse, ou une option d'achat pour un prix inférieur à 80 % du cours moyen d'achat des actions auto-détenues par la société. Ces décotes, même si elles sont devenues très rares aujourd'hui, rendent la différence entre le prix de l'action à la date de la levée de l'option et le prix de souscription ou d'achat de cette action plus avantageuse pour le dirigeant. Afin d'atténuer leur effet sur le caractère incitatif des stock-options, l'article 88 bis, II du Code général des impôts pousse les sociétés à ne pas consentir de rabais au-delà de 5 % dans la mesure où la partie excédentaire sera imposée dans la catégorie des traitements et salaires au titre de l'année au cours de laquelle l'option est levée : A. COURET, H. DE LA BRUSLERIE, « Analyse économique de l'appropriation de la richesse dans l'entreprise et évolutions récentes du droit français », *RIDE* 2002, n° 4, p. 576.

[1140] Cette pratique consiste à garantir pour le dirigeant, à travers une promesse d'achat ou de vente d'actions, une plus-value certaine quelle que soit l'évolution de la valeur de l'action. O. ASSANT, Y. RUTSCHMANN, D. KLING,

consiste en la renégociation à la baisse du prix d'exercice des options, ou en l'antidatation des stock-options attribués aux dirigeants à des périodes où les cours étaient plus bas qu'à leur date d'attribution cachée[1141]. Alors qu'il est autorisé aux États-Unis[1142], le *repricing* est interdit en France[1143]. Cependant, le pouvoir dont dispose le conseil d'administration, ou de surveillance, dans l'attribution des options lui permet de contourner l'interdiction légale et de contrôler le prix d'exercice des stock-options[1144]. Pour réagir à cette pratique, le normalisateur comptable international, l'International Accounting Standards Board (IASB), a publié en février 2004 la norme IFRS 2 qui impose de comptabiliser les stock-options à leur juste valeur en charge de personnel dès leur date d'attribution en vue de prévenir les tentations d'antidatation[1145]. Quoi qu'il en soit, il résulte de ce qui précède que le caractère incitatif des options de souscription ou d'achat d'actions n'est pas certain et que celles-ci ne sont pas forcément attribuées en contrepartie d'une performance satisfaisante. Il semble donc que rien ne justifie l'exclusion des stock-options de l'exigence légale des conditions de performance. C'est d'ailleurs la position prise par les MEDEF et AFEP dans le code de gouvernement d'entreprise[1146].

314. Pour conclure, le principe de performance n'a pas une portée absolue[1147]. Les limites relatives à la définition de la performance ainsi qu'à son champ d'application mettent sérieusement en doute son efficacité. D'autres critiques ont pu aussi lui être adressées. Un auteur s'est ainsi opportunément demandé si le mode de détermination de la rémunération ne dicterait pas les choix stratégiques du dirigeant, alors que cela devrait être le contraire[1148].

S.-A. JULIEN, R. VATINET, « Sur le régime juridique des options de souscription ou d'achats d'actions », *Actes prat .ing. sociétaire*, mai-juin 2003, p. 3, spéc. p. 19.

[1141] T. POULAIN-REHM, *Les stock-options en France : théorie et politiques*, Paris : L'Harmattan, 2003, p. 108.

[1142] S.-A. JOHNSON, Y.-S. TIAN, « The value of incentive effects of nontraditional executive stock option plans », *Journal of financial economics*¸ juillet 2000, vol. 57, n° 1, p. 3 ; M.-A. CHEN, « Executive option repricing, incentives, and retention », *The journal of finance*, juin 2004, vol. LIX, n° 3, p. 1167.

[1143] C. com. art. L. 225-181, al.1er : « *Le prix fixé pour la souscription ou l'achat des actions ne peut pas être modifié pendant la durée de l'option* ».

[1144] Pour une présentation approfondie du *repricing*, en particulier, et de la fonction incitative des stock-options en général : V. J.-C. DUHAMEL, *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, *thèse. préc*., p. 408.

[1145] « *International Financial Reporting Standards n° 2: Share Based payment* ». Conformément à l'article 4 du règlement du Conseil de l'Union Européenne et du Parlement européen n° 1606/2002 du 19 juillet 2002, la Commission a adopté le règlement n° 211/2005 du 4 février 2005, *JOUE* du 11 février 2005, L 41/1, rendant obligatoire l'utilisation de la norme IFRS 2 dans les comptes consolidés des sociétés cotées au sein de l'Union Européenne.

[1146] V. *infra*, n° 334.

[1147] X. DELPECH, « Vers un encadrement renforcé des golden parachutes », *D*. 2007, p. 2021.

[1148] V. ALLEGAERT, « Les clauses de parachutes dorés sous les feux de la rampe : du projet de loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat », *LPA* 1er août 2007, n° 153, p. 6.

L'insuffisance de la procédure des conventions réglementées, voire de celles des conventions super réglementées, a soulevé, à nouveau, des interrogations sur la nécessité de mettre en place des mesures plus efficaces pour encadrer les rémunérations des dirigeants. Des voix se sont dès lors élevées pour demander le plafonnement ou même l'interdiction d'attribution des avantages et des indemnités aux mandataires sociaux, mais cette solution ne semble pas avoir nettement emporté la conviction du législateur.

B / Le plafonnement et l'interdiction : des solutions écartées

315. Malgré les doutes persistant sur l'efficacité des mesures encadrant les rémunérations des dirigeants, le législateur a préféré laisser la liberté à la société de déterminer ces rémunérations en refusant de les supprimer ou de les plafonner **(a)**. Cette liberté a pourtant connu certaines exceptions provisoires ou limitées **(b)**.

a) Le principe de liberté de la détermination des rémunérations

316. À la suite de l'émoi suscité par l'affaire EADS dans l'opinion publique et au sein de la classe politique, une intervention législative interdisant ou plafonnant les indemnités accordées aux dirigeants était attendue, notamment à la suite des déclarations du Président de la République qui a affirmé à plusieurs occasions son intention de mettre fin aux pratiques de rémunérations excessives[1149]. Contrairement à ces annonces présidentielles, ainsi qu'au souhait de certains parlementaires favorables à un plafonnement de rémunération[1150], la loi de 2007 n'a ni interdit ni plafonné les indemnités de départ, contentant d'assujettir le versement de l'avantage au respect de conditions de performance. Le refus de plafonner ou d'interdire

[1149] Dans un discours prononcé le 19 avril 2007, Nicolas Sarkozy a déclaré : « *Si je suis élu président de la République, je ferai voter dès l'été 2007 une loi qui interdira la pratique détestable des golden parachutes parce que c'est contraire aux valeurs qui sont les miennes* », discours disponible sur http://www.veronis.fr/discours/transcript/2007-04-19/Sarkozy. Un mois plus tard et lors d'une visite chez EADS, Nicolas Sarkozy a réaffirmé son intention de rendre « *illégale la pratique des golden parachutes* », N. CORI, « Sarkozy tire sur les parachutes dorés », *Libération* 18 mai 2007, http://www.liberation.fr/economie/2007/05/18/sarkozy-tire-sur-les-parachutes-dores_9909. Bien auparavant, cette intention a été dévoilée dans le discours d'Agen, prononcé le 22 juin 2006 : « *Je veux dire au grand patron dont la gestion est un échec et qui négocie une prime d'éviction en forme de parachute en or qu'il est légitime que la réussite paye mais qu'il est scandaleux que l'échec enrichisse et que son parachute en or n'est rien d'autre qu'une forme d'abus de bien social* », discours disponible sur http://www.veronis.fr/discours/transcript/2006-06-22/Sarkozy.

[1150] V. Amendement n° 425, présenté par M. BRARD, M. SANDRIER, M. MUZEAU, visant à plafonner le montant des indemnités de départ à vingt fois le salaire moyen mensuel des salariés de l'entreprise bénéficiaire, 10 juillet 2007.

certains éléments de rémunérations des dirigeants trouve sa justification dans les principes fondamentaux de l'économie libérale qui empêchent le législateur de se substituer aux organes sociaux dans la détermination de cette rémunération[1151]. En outre, une telle solution ne serait pas incontournable : les sociétés cotées en France étant le plus souvent à la tête de groupes internationaux, il serait possible que les rémunérations interdites ou plafonnées en France soient versées par des sociétés étrangères non soumises aux exigences de la loi française[1152].

De même, l'Assemblée nationale a rejeté une proposition de loi consistant en la suppression des parachutes dorés, la limitation des retraites chapeaux, la suppression des stock-options sauf pour les salariés des entreprises de moins de cinq ans et l'application d'un rapport maximum entre les rémunérations les plus élevées et les plus faibles versées au sein de la société[1153]. Le rapport du Sénat a affirmé que l'efficacité de cette proposition n'était pas certaine et qu'une action limitée à la France conduirait à la délocalisation de certaines activités dans d'autres pays[1154]. Par ailleurs, l'institution d'un coefficient multiplicateur maximal pour établir la rémunération du dirigeant n'a pas paru comme une solution opportune puisque la qualification de ce coefficient multiplicateur demeure de la compétence du conseil d'administration ou de surveillance, ce qui laisserait à ce dernier, comme c'est déjà le cas, une grande latitude dans la fixation de la rémunération[1155]. Plus récemment, le rapport d'information, piloté par les débutés Jean-Michel Clément et Philippe Houillon, a affirmé qu'il convient de corriger les excès des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux « *non pas par leur plafonnement, mais par une réforme de la fiscalité* »[1156].

317. La règle de principe est donc de laisser la liberté à la société et de ne pas supprimer ni plafonner les rémunérations des dirigeants. Ce principe de non-réglementation a cependant connu un certain nombre d'exceptions.

[1151] F. DANNENBERGER, « Régime spécial de conventions réglementées pour les parachutes dorées », *art. préc*, p. 8.
[1152] Y. PACLOT, C. MALECKI, « Le nouveau régime des rémunérations, indemnités et avantages des dirigeants des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 2485, spéc. n° 3.
[1153] Proposition de loi du 2 septembre 2009, déposée par Jean-Marc Ayrault et les membres du groupe SRC, visant à rendre plus justes et plus transparentes les politiques de rémunérations des dirigeants d'entreprises et des opérateurs de marché, *AN*, n° 1896,
[1154] Rapport de P. VUILQUE du 7 octobre 2009 sur la proposition de loi visant à rendre plus justes et plus transparentes les politiques de rémunérations des dirigeants d'entreprises et des opérateurs de marché, *AN*, n° 1955, p. 32.
[1155] *Id.*, p. 46.
[1156] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 140.

b) Les exceptions au principe de la liberté de détermination des rémunérations

318. Si la loi n'impose pas un plafond ou une interdiction à l'égard des rémunérations des dirigeants, elle fournit cependant quelques moyens pour mettre en cause la fixation excessive de ces rémunérations[1157]. La soumission de l'attribution de l'indemnité de départ à l'obligation de respecter des conditions de performance constitue une première limite à la liberté de détermination des rémunérations des dirigeants en ce que l'existence d'une contrepartie est exigée de la part du bénéficiaire de l'indemnité[1158]. Toutefois, cette limite est indirecte. Le législateur a en effet voulu réagir moins aux montants excessifs des parachutes dorés, qu'à leur déconnexion totale avec les performances du mandataire social[1159].

En revanche, le législateur est intervenu directement pour plafonner et pour interdire certains éléments de rémunération en deux occasions. Ainsi, consécutivement à la crise financière de 2008, le décret du 30 mars 2009 a imposé certaines restrictions à l'attribution des rémunérations aux dirigeants des entreprises aidées par l'État ou bénéficiant du soutien de l'État du fait de la crise économique[1160]. Le législateur a subordonné l'aide étatique à la conclusion d'une convention par laquelle les sociétés aidées s'interdisent d'accorder des stock-options et des actions gratuites à leurs dirigeants. La même interdiction a été imposée aux bénéficiaires des prêts du Fonds de développement économique et social d'un montant supérieur à 25 millions d'euros[1161]. Le versement des éléments variables de la rémunération a aussi été interdit lorsque la situation de l'entreprise l'amène à procéder à des licenciements de forte ampleur[1162]. Cette interdiction a été étendue aux indemnités de départ par l'article 25 de la loi du 20 avril 2009[1163]. Celle-ci a également interdit la création de nouveaux régimes de retraite à prestations définies au bénéfice des dirigeants. En outre, le décret a instauré un plafond à l'égard des indemnités de départ que peuvent recevoir les dirigeants des entreprises publiques cotées. Ainsi, le montant de l'indemnité a été limité à un montant inférieur à deux années de rémunération. Cette indemnité ne pouvait être versée qu'en cas de départ contraint,

---

[1157] V. *supra*, n° 92 et s.
[1158] B. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux : utilisons les dispositifs existants ! », *Gaz. Pal.* 6 octobre 2012, n° 280, p. 7.
[1159] G. AUZERO, « Loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat : aspects de droit des sociétés et de droit du travail », *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 288, p. 1035.
[1160] Décret n° 2009-348 du 30 mars 2009 relatif aux conditions de rémunération des dirigeants des entreprises aidées par l'État ou bénéficiant du soutien de l'État du fait de la crise économique et des responsables des entreprises publiques, *JORF* du 31 mars 2009, n° 0076, p. 5622.
[1161] Décret n° 2009-445 du 20 avril 2009 portant modernisation du fonctionnement du Fonds de développement économique et social, *JORF* du 22 avril 2009, n° 0094, p. 6897.
[1162] Décret du 30 mars 2009, art. 2.
[1163] Loi n° 2009-431 du 20 avril 2009 de finances rectificative pour 2009, *JORF* du 22 avril 2009, n° 0094, p. 6872.

à la condition que le bénéficiaire remplisse des critères de performance suffisamment exigeants. De plus, aucun versement ne pouvait intervenir si l'entreprise connaissait des difficultés économiques graves[1164]. Ces dispositions ont constitué des restrictions à la liberté de la société dans la détermination de la rémunération. Il s'agit toutefois d'une protection provisoire et limitée puisque les textes susvisés ne concernaient qu'une catégorie particulière et s'appliquaient seulement jusqu'au 31 décembre 2010. Les plafonnements et les interdictions imposées ne constituaient donc que des mesures temporaires liées à la conjoncture économique. La liberté demeure, par conséquent, la règle en matière de fixation de la rémunération[1165].

La crise financière n'a pas fini en 2010 comme l'espérait le législateur et le dossier de la rémunération des dirigeants a été rouvert avec les élections présidentielles de 2012. Conformément à la promesse de campagne du nouveau Président de la République[1166], le plafonnement des rémunérations des dirigeants d'entreprises publiques est ainsi devenu réalité[1167]. Le décret du 26 juillet 2012[1168] a plafonné les rémunérations de toute nature accordées aux dirigeants des entreprises publiques à un montant qui ne peut désormais dépasser 450 000 euros, soit 20 fois le salaire minimum annuel. Certes, le plafonnement n'est cette fois pas temporaire, mais il demeure limité. En effet, la volonté affichée du législateur de moraliser les affaires ne cache pas le fait que le champ d'application de cette mesure est restreint puisqu'il ne concerne que les entreprises publiques[1169]. Le plafonnement introduit par le décret de 2012 ne constitue donc qu'une exception étroite à la liberté de la détermination des rémunérations. La question reste d'ailleurs de savoir s'il n'aurait pas été préférable de mettre en place des conditions de performance plutôt que d'imposer un plafond aux

---

[1164] Décret du 30 mars 2009, art. 5.3.

[1165] H. HOVASSE, « Politique de rémunération prévue par le décret n° 2009-348 du 30 mars 2009 », *Dr. Sociétés* 2009, n° 6, comm. 115, p. 21 ; A. ASTAIX, « La rémunération des dirigeants des entreprises aidées sous surveillance », *D.* 2009, p. 935 ; N. CUZACK, « Le contrôle des avantages octroyés aux dirigeants des entreprises aidées par l'État », *JCP* E 2009, n° 46, 2076, p. 45 ; Y. PACLOT, « À propos du décret du 30 mars 2009 sur les rémunérations de certain dirigeants », *RD bancaire et fin.* 2009, n° 2, p. 1 ; A. DJEMAOUN, P. EMERIAU, « L'encadrement de la rémunération des dirigeants des entreprise publiques : Quelle définition des entreprises publiques ? », *Option Finance* 2009, n° 1030, p. 31.

[1166] V. par exemple : Le discours de François Hollande, prononcé le 24 janvier 2012, disponible sur http://www.veronis.fr/discours/transcript/2012-01-24/Hollande.

[1167] À défaut d'une définition juridique des entreprises publiques, il peut être fait référence aux entreprises visées par l'article L. 133-1 du Code des juridictions financières, à savoir les établissements publics de l'État à caractère industriel et commercial, les entreprises nationales, les sociétés nationales, les sociétés d'économie mixte ou les sociétés anonymes dans lesquelles l'État possède la majorité du capital social.

[1168] Décret n° 2012-915 du 26 juillet 2012 relatif au contrôle de l'État sur les rémunérations des dirigeants d'entreprises publiques, *JORF* du 27 juillet 2012, n° 0173, p. 12283.

[1169] V. MAGNIER, « Encadrement des rémunérations des dirigeants : le secteur public… avant le privé ? », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 352, p. 606.

rémunérations des dirigeants des entreprises publiques[1170]. En réalité, s'agissant des entreprises contrôlées par l'État, l'intérêt général prime sur l'intérêt social et oblige ainsi le législateur à intervenir directement et à restreindre la liberté de la société[1171].

319. Cela autorise à s'interroger sur la possibilité de généraliser la mesure de plafonnement en l'étendant aux rémunérations des dirigeants des entreprises privées. En réalité, la loi Macron a récemment prévu un contrôle annuel par le conseil d'administration ou de surveillance de l'accroissement, pour le dernier exercice clos, des droits conditionnels et aléatoires bénéficiant au président, au directeur ou aux directeurs généraux délégués au titre des régimes à prestations définies mentionnés à l'article L. 137-11 du Code de la sécurité sociale. Le texte précise que les droits conditionnels ne peuvent augmenter annuellement d'un montant supérieur à 3 % de la rémunération annuelle servant au calcul de la rente versée dans le cadre de ces régimes[1172].

Au-delà de ce plafonnement relatif[1173] qui se limite aux retraites chapeau, les rémunérations des dirigeants des entreprises privées ne sont pas plafonnées. En effet, le législateur avait déclaré son intention d'interdire ou d'encadrer certaines pratiques rémunératoires et de rénover la gouvernance des entreprises privées[1174]. Le gouvernement a ainsi lancé le 8 août 2012 une consultation publique sur la rémunération des dirigeants d'entreprises privées. Les questions ont porté sur le cadre applicable aux différentes formes de rémunération, les règles de gouvernance relatives à la fixation de la rémunération et les dispositions applicables à la gouvernance d'entreprise[1175]. Ensuite, un rapport d'information proposant des modifications législatives pour assurer un meilleur équilibre entre la loi et les codes de gouvernement d'entreprise a été déposé à l'Assemblée nationale[1176]. Cependant, le gouvernement a, quelques mois plus tard, renoncé à légiférer et a annoncé qu'il n'y aurait pas

---

[1170] F. BARRIÈRE, « La rémunération des dirigeants sociaux : un encadrement évolutif », *Dr. Sociétés* 2013, n° 10, étude 18, p. 9.

[1171] I. PARACHKEVOVA, « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées : de la morale à la réforme », *RIDE* 2010, n° 2, p. 241 : « *Dans [les entreprises publiques], les interdictions se justifient par la nécessité de protéger l'argent public et, en théorie, celui des contribuables. Or une telle préoccupation est étrangère aux sociétés qui se financent par le seul marché* ».

[1172] P. KLEIN, « Projet de loi Macron. Quel avenir pour les retraites « chapeau » ? », *JCP* E, 2015, n° 28, 1351, p. 51.

[1173] En effet, les sociétés pourraient contourner ce dispositif de la loi Macron en augmentant la rémunération de base servant au calcul de la rente versée.

[1174] Conseil des ministres, « Moralisation et encadrement des rémunérations des dirigeants », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 329, p. 600 ; B. DONDERO, « Rémunérations des dirigeants : annoncer, consulter... légiférer ? », *Gaz. Pal.* 6 octobre 2012, n° 280, p. 3.

[1175] Y. PACLOT, « Vers l'encadrement des rémunérations dans le secteur privé ! », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 422, p. 690 ; B. FRANÇOIS, « Consultation sur la rémunération des dirigeants d'entreprise », *Rev. sociétés* 2012, p. 598.

[1176] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op.cit.*

de loi spécifique sur la gouvernance d'entreprise, en même temps qu'il appelait à un renforcement ambitieux du code de gouvernement d'entreprise[1177]. Cette renonciation au profit de la régulation souple est probablement opportune parce qu'une nouvelle mesure impérative pour les entreprises privées aurait encore alourdi la législation en la matière et dérogé aux règles fondamentales de l'économie libérale, sans pour autant que son efficacité ne soit garantie. Par là même, les pouvoirs publics ont affirmé leur rejet de l'idée de plafonnement ou d'interdiction des rémunérations des dirigeants et ont confirmé une fois encore que le recours à ces mesures ne pouvait présenter qu'une solution limitée ou provisoire.

[1177] X. DELPECH, « Rémunération des dirigeants : abandon de la voie législative », *D.* 2013, p. 1347 ; B. DONDERO, « Après tout, faites comme bon vous semble… », *Gaz. Pal.* 29 juin 2013, n° 180, p. 3.

CONCLUSION DU CHAPITRE 2

320. Alors que le législateur a dans un premier temps essayé de répondre par la transparence à la question des rémunérations et avantages excessifs des dirigeants, ses interventions suivantes se sont concentrées sur la procédure relative à la fixation de ces rémunérations. Leur caractère institutionnel a en effet été critiqué puisqu'il permettait aux dirigeants d'influencer la décision les fixant. En se rattachant à une démarche contractuelle, le législateur a souhaité prévenir les conflits d'intérêts, mais également apaiser l'opinion publique. Cependant, le régime des conventions réglementées n'a pas prouvé son efficacité et n'a pas réussi à impliquer les actionnaires dans le contrôle des rémunérations. En revanche, ce régime laisse à penser que l'approbation des actionnaires participe de la légitimation de certaines pratiques excessives en raison de la faiblesse des sanctions prévues en cas de non-respect de la procédure et de la possibilité de contourner le contrôle qu'elle impose.

Le législateur a ainsi cherché la solution dans la corrélation entre la performance et les rémunérations. L'intention est certainement louable et peut satisfaire l'opinion, mais la difficulté de définir la performance et les limites relatives à son champ d'application ont néanmoins atténué la portée de cette mesure. En fin de compte, le régime des conventions réglementées ne parvient pas à convaincre de la nature conventionnelle de la rémunération. Bien au contraire, il semble avoir renforcé les pouvoirs de l'organe exécutif en entérinant le caractère institutionnel de la procédure qui déterminent cette rémunération[1178].

[1178] Dans tous les cas, et comme il sera expliqué dans la deuxième partie, l'impact du renforcement du contrôle des actionnaires sur la détermination des rémunérations demeure incertain. V. *infra*, n° 418.

CONCLUSION DU TITRE 2

321. La tempête médiatique qui s'est déchaînée autour de la question des rémunérations excessives des dirigeants a provoqué l'émotion de l'opinion publique et a, par ricochet, poussé le législateur à multiplier les réformes encadrant l'attribution de ces rémunérations et à ne pas se contenter des mesures jurisprudentielles. Dans une période relativement courte, le droit des sociétés a subi plusieurs réformes visant à moraliser les rémunérations des mandataires sociaux[1179]. Les interventions législatives se sont principalement articulées autour de l'amélioration des informations relatives à la rémunération des dirigeants, et du renforcement du régime des conventions réglementées. Si ces mesures ont renforcé la transparence, elles n'ont en revanche contribué que très relativement à la réduction des montants des avantages accordés aux dirigeants, et n'ont pas mis fin à l'influence exercée par certains d'entre eux sur la décision déterminant ces avantages, permettant ainsi à l'abus de se pérenniser. Le parlement a souvent agi sous l'impulsion de la colère de l'opinion pour « *légiférer à chaud* »[1180]. Or, cette politique « *réactive et émotive* »[1181] n'a pas apporté une réponse satisfaisante au problème posé et a conduit, dans certains cas, à des textes insuffisamment réfléchis et, par conséquent, moins efficaces[1182].

322. La réaction législative ne s'est toutefois pas bornée au renforcement des obligations d'information et des procédures relatives à la fixation de la rémunération.

[1179] A. OUTIN-ADAM, A.-M. REITA-TRAN, « Excès et dérives dans l'art de légiférer : Quelques réflexions axées sur le droit des affaires », *D*. 2006, p. 2919 : « *De manière générale, sur le sujet de la rémunération des dirigeants d'entreprise, règne une suspicion quasi cyclique, réactivée au rythme de quelques « affaires » largement relayées par les médias. Si bien que le législateur s'apprête à intervenir une cinquième fois... en cinq ans ! Très prosaïquement, en ce domaine, on arrive au constat suivant : « une affaire = une loi* ».

[1180] Y. PACLOT, « Les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées en question », *D*. 2007, p. 1670.

[1181] C. WEBER, « Le concept de gouvernance : Le point de vue du chef d'entreprise », *Gaz. Pal*. 28 août 2014, n° 240, p. 28.

[1182] V. sur ce point : G. CARCASSONNE, « Penser la loi », *Revue Pouvoirs*, septembre 2005, n° 114, p. 39, spéc. p. 44 : « *Aujourd'hui, la conjugaison entre l'impact médiatique, l'impatience gouvernementale et la concordance majoritaire ne laisse plus à quiconque le temps de réfléchir, à supposer que quelqu'un souhaite le faire. À tout moment, de partout, peut se déclencher le détonateur qui va faire exploser l'ordre du jour prévisionnel, faire passer au second plan des textes qui avaient paru importants. Qu'un homosexuel soit la victime de criminels imbéciles et un projet de loi contre l'homophobie, quoique parfaitement superflu, est aussitôt rédigé et programmé. Qu'un rapport confirme la persistance des inégalités entre les femmes et les hommes et une loi nouvelle, qui n'apportera rien de substantiel, est instantanément annoncée. Le mouvement, comme on sait, n'épargne pas la Constitution elle-même : si le principe et le contenu de la Charte de l'environnement n'ont rien qui doivent choquer, sa rédaction maladroite est la marque des textes insuffisamment réfléchis, et son adoption définitive doit moins à ses vertus propres, qui n'avaient que tièdement convaincu les élus, qu'à l'activisme de Nicolas Hulot qui, symboliquement, a consacré ainsi l'assujettissement du Parlement aux médias* ».

D'autres mesures intéressant la question ont aussi été adoptées. Ainsi, aux lois de 2001, 2003, 2005, 2007, 2009, 2014, 2015 s'ajoute, par exemple, la loi du 3 décembre 2008 en faveur des revenus du travail[1183], qui a conditionné l'attribution de stock-options ou d'actions gratuites aux dirigeants, soit à l'accès de tous les salariés de la société et de ses filiales à ces mécanismes de rémunération, soit à la mise en place d'un accord d'intéressement ou de participation au sein de la société[1184]. Parallèlement au droit des sociétés, le mouvement de réglementation s'est également appuyé sur le droit fiscal. En effet, les lois de finances consécutives ont assuré depuis 2007 une fiscalisation croissante de la rémunération des dirigeants pour réajuster les régimes de prélèvements sociaux et fiscaux. La loi du 19 décembre 2007[1185] a ainsi prévu que les sociétés doivent verser une contribution sociale spécifique sur les options attribuées en leur sein à compter du 16 octobre 2007[1186], alors que la loi du 17 décembre 2008[1187] a assujetti aux cotisations sociales, dès le premier euro, les indemnités de départ des mandataires sociaux supérieures à un montant d'un million d'euros. Quelques mois plus tard, la loi du 27 décembre 2008[1188] a plafonné à 200,000 euros le montant des indemnités de départ déductibles du bénéfice imposable au titre de l'impôt sur les sociétés. Plus récemment, la loi du 29 décembre 2013[1189] a imposé aux sociétés une taxe exceptionnelle au taux de 50 % assise sur la fraction des rémunérations versées à leurs dirigeants et salariés qui sont acquises ou attribuées en 2013 et 2014 et qui excèdent un million d'euros. Le montant de cette taxe est plafonné à 5 % du chiffre d'affaires de l'entreprise concernée[1190]. Concrètement, les mesures fiscales et sociales sembleraient efficaces en ce qu'elles dissuaderaient les dirigeants à solliciter de rémunérations très importantes[1191]. Cependant, la soumission des hautes rémunérations à une taxe très élevée

---

[1183] Loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008 en faveur des revenus du travail, *JORF* du 4 décembre 2008, n° 0282, p. 18488.

[1184] A. SAURET, « La loi en faveur des revenus du travail », *LPA* 9 février 2009, n° 28, p. 6.

[1185] Loi n° 2007-1786 du 19 décembre 2007 de financement de la sécurité sociale pour 2008, *JORF* du 21 décembre 2007, n° 296, p. 20603, art. 13.

[1186] Les options de souscription ou d'achat d'actions ont été assujetties à une contribution sociale fixée à 10 % pour les employeurs et à 2,5 % pour les bénéficiaires. Depuis le 1er janvier 2011, ce taux de 2,5 % a été porté à 8 %, sauf dans certains cas d'attributions gratuites d'actions. V. Instruction du 25 mai 2011 relative à la contribution salariale sur les gains de levée d'options sur titres et d'acquisition d'actions gratuites, *BOI*, 3 juin 2011 n° 49, p. 8.

[1187] Loi n° 2008-1330 du 17 décembre 2008 de financement de la sécurité sociale pour 2009, *JORF* du 18 décembre 2008, n° 0294, p. 19291, art. 14.

[1188] Loi n° 2008-1425 du 27 décembre 2008 de finances pour 2009, *JORF* du 31 décembre 2008, n° 0304, p. 20566.

[1189] Loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014, *JORF* du 30 décembre 2013, n° 0303, p. 21829, art. 15.

[1190] C. NOUEL, « Loi de finances pour 2014 et loi de finances rectificative pour 2013 », *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111, p. 47.

[1191] M. TURON, S. ERNOULT, « Le régime fiscal et social applicable à la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 38.

apparaît contraire à l'esprit libéral du législateur qui n'accepte de plafonner ou d'interdire les indemnités des dirigeants que de manière très limitée ou conjoncturelle. Il nous semble que le recours de plus en plus fréquent au droit fiscal marque un recul de l'économie de marché vers une économie plus dirigée. De manière plus générale, la prolifération des réformes a, certes, des avantages, mais elle a, dans le même temps, favorisé une « *inflation législative* »[1192] conduisant à une complication des règles et produisant parfois l'effet inverse de celui escompté.

[1192] R. SAVATIER, « L'inflation législative et l'indigestion du corps social », *D.* 1977. 43 ; P. MAZEAUD, « Vœux du Président du Conseil constitutionnel, M. Pierre Mazeaud, au Président de la République », *Cahiers du Conseil constitutionnel*, juillet 2005, n° 18.

CONCLUSION DE LA PARTIE 1

323. La jurisprudence et les différents textes commerciaux et fiscaux ont créé un droit positif de la rémunération des dirigeants. Pour le juge, la rémunération est excessive lorsqu'elle est contraire à l'intérêt social, à savoir lorsqu'elle est disproportionnée à la capacité financière de la société ou aux services rendus par le dirigeant. Les instruments relevant du droit commun et du droit des sociétés dont disposent les tribunaux peuvent leur permettre de sanctionner cet excès. Cependant, les sommes exorbitantes octroyées aux dirigeants des grandes sociétés, et qui ne portent pas toujours atteinte à l'intérêt de la société, ont remis en question l'approche jurisprudentielle de l'excès, contraignant le législateur à prendre en compte un intérêt plus général. Les réformes se sont donc multipliées afin d'apaiser l'opinion publique agitée par des scandales financiers très médiatisés. Ainsi, derrière l'objectif affiché de transparence et de moralisation, se trouvait toujours la volonté de satisfaire cette opinion en priorité[1193]. En témoigne le fait que les mesures imposées par la loi en la matière n'intéressent, pour l'essentiel, que les sociétés cotées qui sont sous les projecteurs des médias. De même, certains éléments de rémunération comme la prime d'arrivée, même s'ils peuvent présenter un coût très important pour la société, n'ont pas suffisamment retenu l'attention du législateur, car ils n'ont guère suscité de scandales retentissants. Il n'est pas inconcevable qu'un nouvel encadrement législatif intervienne dès qu'un de ces éléments de rémunération commencera à intéresser les médias et par conséquent, à affecter l'opinion publique[1194]. Cette politique de réaction rapide peut permettre, *a priori*, de calmer l'opinion, mais elle n'est pas dépourvue de risques, notamment sur la liberté de la société. Comme l'ont déjà relevé certains auteurs, à l'occasion de la réforme de 2007 relative aux indemnités de départ, « *il faut garder à l'esprit que les tempêtes médiatiques sont susceptibles de se calmer rapidement, l'ogre audiovisuel changeant très souvent de menu.*

[1193] F. TEFFO, *L'influence des objectifs gouvernementaux sur l'évolution du droit des sociétés*, Paris : Dalloz, 2014, p. 253.

[1194] *Id.*, p. 260 ; Récemment, le groupe Sanofi s'est trouvé sous le feu des critiques après l'annonce que 4 millions d'euros de prime de bienvenue seront accordés à son nouveau directeur général. S. POMMIER, « Sanofi : ce que cache le "hello bonus" de 4 millions du nouveau patron », *L'Expansion*, 3 mars 2015, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/ce-que-cache-le-hello-bonus-de-4-millions-du-nouveau-patron-de sanofi_1654393.html.

Passée la période électorale, on peut présager un apaisement de ces questions – qui serait évidemment remis en cause en cas de nouveau départ cousu d'or »[1195].

Il n'en demeure pas moins que l'intérêt général ne peut pas être négligé. Il est nécessaire de chercher à le satisfaire sans pour autant porter atteinte à l'intérêt social, et sans rendre les règles relatives à la question encore plus complexes. Une solution fondée sur l'application aux rémunérations des dirigeants sociaux de règles non contraignantes a donc paru pertinente et susceptible d'éviter une ingérence constante de l'État dans les affaires des sociétés, tout en étant capable, dans le même temps, d'assurer un certain niveau de satisfaction au sein de l'opinion publique.

[1195] P. LE CANNU, B. DONDERO, « Parachutes dorés : une réglementation (supplémentaire) est-elle nécessaire ? », *RTDF* 2007, n° 2, p. 72.

PARTIE 2 :
LES PERSPECTIVES DU DROIT SOUPLE EN MATIÈRE DE RÉMUNÉRATIONS EXCESSIVES

324. Au cours du XXe siècle, le rôle de l'État a été progressivement redéfini[1196]. D'abord, la conviction que seul l'État était capable de contrôler l'économie et de gérer la redistribution des richesses afin de garantir le bien-être de ses ressortissants justifiait son immixtion dans la vie sociale[1197]. L'État-providence ne se contentait pas d'assurer la liberté des citoyens : il se chargeait également de défendre leurs droits économiques et sociaux en étendant graduellement la sphère de son action au contrôle de l'économie[1198].

Cet interventionnisme étatique a par la suite été remis en cause, en ce qu'il conduisait, de manière accélérée, tant à la réduction de la marge de manœuvre des libertés individuelles qu'au ralentissement du développement économique. Les forces de marché étaient, quant à elles, présentées comme une alternative bien plus favorable à la production de richesses[1199]. L'État s'est donc trouvé contraint de limiter ses actions et de changer ses modes d'intervention, ce qui a permis l'émergence d'un État souvent qualifié de « post-moderne » ou de « régulateur »[1200]. Cette fonction de régulation consiste à « *superviser le jeu économique, en établissant certaines règles et en intervenant de manière permanente pour amortir les tensions, régler les conflits, assurer le maintien d'un équilibre d'ensemble ; par la régulation, l'État ne se pose donc plus en acteur, mais en « arbitre » du jeu économique, en se bornant à poser des règles aux opérateurs et en s'efforçant d'harmoniser leurs actions* »[1201].

[1196] M.-C. KESSLER, « Politique étrangère et reconfiguration de l'appareil d'État : une illustration de la théorie de l'État poste-moderne selon Jacques Chevallier », *in Mélanges J. CHEVALLIER, Penser la science administrative dans la post-modernité*, Paris : LGDJ-Lextenso, 2013, p. 519.
[1197] J.-B. POULLE, *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, Paris : L'Harmattan, 2011, p. 47.
[1198] J. CHEVALLIER, *L'État post-moderne, op. cit.*, p. 23 et s.
[1199] *Ibid*.
[1200] V. par exemple, E. COHEN, « L'État régulateur », *Alternatives Économiques*, avril 2004, n° 61 ; E. COHEN, « De l'état dirigiste à l'état régulateur », *Sciences humaines*, décembre 2002, n° 133, p. 28.
[1201] J. CHEVALLIER, « L'État régulateur », *RFAP* 2004, n° 111, p. 473, spéc. p. 478 ; V. également sur la notion de régulation, M.-A. FRISON-ROCHE, « Les différentes définitions de la régulation », *LPA* 10 juillet 1998, n° 82, p. 5 ; M.-A. FRISON-ROCHE, « La régulation, objet d'une branche du droit », *LPA* 3 juin 2002, n° 110, p. 3 ; M.-A. FRISON-ROCHE, « Définition du droit de la régulation économique », *in* M.-A. FRISON-ROCHE (dir.), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Paris : Presse de Sciences Po-Dalloz, 2004, p. 7.

325. La régulation étatique s'est accompagnée du développement de mécanismes d'autorégulation permettant aux acteurs concernés, privés ou publics[1202], de définir, par eux-mêmes ou par leurs représentants, leurs propres règles[1203]. Celles-ci prenant la forme de codes de conduite, d'avis, de recommandation…, peuvent être regroupées sous l'appellation de « *soft law* », autrement dénommé « droit souple » en français[1204]. Apparu en droit international public[1205], la *soft law* intervient aujourd'hui dans toutes les branches du droit, où elle semble constituer un outil privilégié d'autorégulation. En droit des sociétés, et notamment en matière de rémunération des dirigeants sociaux, le droit souple est très présent. Il est vrai que la prolifération des lois visant à encadrer l'attribution des rémunérations des dirigeants pourrait laisser penser que l'État privilégierait au contraire le renforcement du droit dur. Toutefois, dans l'objectif de réduire l'interférence étatique dans la vie des sociétés[1206], le choix a été fait d'accorder une large place à l'autorégulation[1207]. Les manifestations du droit souple de la rémunération des dirigeants se sont ainsi multipliées, notamment sous la menace d'interventions législatives[1208]. Ce droit a été présenté comme un « *droit de crise* »[1209] capable, lorsque les lois sont nombreuses, de jouer « *le rôle d'un droit relais réduisant la distance entre la loi et ses destinataires et rapprochant l'État de ses citoyens* »[1210] ; il empêche « *une surabondance de textes réglementaires contrariant l'efficacité économique*

[1202] Le droit souple peut émaner d'acteurs privés, mais il peut aussi s'exprimer par des dispositions formelles qui ne créent d'ailleurs pas d'obligations juridiques ou ne créent que des obligations peu contraignantes. V. en ce sens : X. DE LGRANGE et L. DETROUX, « La *soft law* intra-législative : les lois dépourvues de contenu normatif ou *mollis lex sed lex* ? », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : normes internes infraconstitutionnelles*, vol. 2, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 147.

[1203] P. VAN OMMESLAGHE, « L'autorégulation, rapport de synthèse », *in L'autorégulation*, Actes du colloque organisé le 16 décembre 1992 par l'ADBR et le Centre de droit privé et de droit économique de l'université libre de Bruxelles, Bruxelles : Bruylant, 1995, p. 238.

[1204] V. *supra*, n° 32.

[1205] P. WEIL, « Vers une normativité relative en droit international », *Revue générale de droit international public* 1982, p. 5 ; H. HILLGENBERG, « A fresh look at soft law », *European Journal of International Law*, 1999, p. 499.

[1206] D. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux : utilisons les dispositifs existants ! », *art. préc.*, p. 7, spéc. n° 21.

[1207] P. DEUMIER, « La réception du droit souple par l'ordre juridique », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 113.

[1208] Par exemple, dans son discours de Toulon du 25 septembre 2008, Nicolas Sarkozy a annoncé : « *Ou bien les professionnels se mettent d'accord sur des pratiques acceptables, ou bien nous réglerons le problème par la loi avant la fin de l'année* », discours disponible sur http://www.lemonde.fr/politique/article/2008/09/25/le-discours-de-nicolas-sarkozy-a-toulon_1099795_823448.html.

[1209] M. MEKKI, « Propos introductifs sur le droit souple », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 1, spéc. p.18.

[1210] *Ibid*.

des sociétés »[1211], de telle façon qu'il pourrait éventuellement préserver l'intérêt général, tout en respectant la liberté des sociétés.

326. La *soft law* a suscité un vif débat au sein de la doctrine quant à son véritable caractère juridique dans la mesure où ses instruments ne sont pas sanctionnés et ne créent pas par eux-mêmes d'obligations pour leurs destinataires[1212]. Pour certains[1213], la règle de droit se caractérise essentiellement par sa force obligatoire et contraignante. Pour d'autres[1214], la juridicité ne saurait se réduire à la sanction ou à la contrainte. Ainsi, une partie de la doctrine a pu considérer que le droit souple, bien que dépourvu de force contraignante, appartient bien au droit[1215], et qu'il peut être rangé parmi les sources informelles[1216], et même parfois formelles du droit[1217], alors qu'une autre partie l'a placé dans une « *zone grise* »[1218] entre droit

---

[1211] B. LECOURT, « Application des règles relatives au gouvernement d'entreprise au sein de l'Union européenne », *Rev. sociétés* 2010, p. 127, spéc. p. 130.

[1212] V. notamment, C. THIBIERGE, « Le droit souple : Réflexion sur les textures du droit », *RTD civ*. 2003 p. 599. Selon l'auteur, le droit souple peut être à la fois : flou (sans précision), doux (sans obligation) et mou (sans sanction).

[1213] H. KELSEN, « La validité du Droit international », *Recueil des Cours de l'Académie de Droit international*, 1932, La Haye, IV, p. 124 : « *le droit est un ordre de contrainte : les normes constitutives d'un ordre juridique prescrivent la contrainte. Elles déterminent les conditions auxquelles seule la contrainte physique peut, doit être employée par un Homme envers un autre. Si la société ne connaissait pas la contrainte, le règlement des actions humaines cesserait d'être du droit* » ; J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil*, 15e éd., Paris : Dalloz, 2014, n° 18, p. 17 : « *Le caractéristique décisive de la règle de droit consiste en ce qu'elle est rendue obligatoire et sanctionnée par l'État* ». Ainsi, le droit souple a pu être défini comme « *des règles dont la valeur normative est limitée […] parce que les instruments qui les contiennent ne seraient pas juridiquement obligatoires* » : J. SALMON, *Dictionnaire de droit international public*, Bruxelles : Bruylant, 2001, p. 1039. Cette définition correspond au *soft instrumentum* de J. D'ASPREMONT, « Softness in international law: A self-serving quest for new legal materials », *The European Journal of International Law*, 2008, vol. 19, n° 5, p. 1075.

[1214] C. THIBIERGE, « Rapport de synthèse », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 141 ; F. TERRÉ, « Pitié pour les juristes ! », *RTD civ*. 2002, p. 247 : « *Pendant combien de temps faudra-t-il répéter qu'une règle n'est pas juridique parce qu'elle est sanctionnée, mais sanctionnée parce qu'elle est juridique* » ; D. DE BÉCHILLON, *Qu'est-ce qu'une règle de Droit*, Paris : Odil Jacob, 1997, p. 67 : « *Un abîme entoure les thèses du Droit-sanction : il n'est pas pensable que n'importe quelle menace « juridicise » une norme. L'existence d'une contrainte prouve l'existence d'une obligation, mais pas l'apparition d'une obligation juridique* ».

[1215] v. A. BAILLEUX, « Le *soft law* et les deux droits », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : théorie des sources du droit*, vol. 4, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 503 et s.

[1216] P. GÉRARD, « Les règles de reconnaissance et l'identification des normes juridiques valides », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : théorie des sources du droit*, vol. 4, *op. cit.*, p. 19, spéc. p. 38. Selon l'auteur, les règles du droit souple « *semblent bordées par une zone d'ombre correspondant à un entre-deux entre le droit et le non droit, zone dans laquelle certaines normes jouissent d'effet juridique alors même qu'elles ne correspondent à aucune source reconnue* ».

[1217] S. GERRY-VERNIÈRES, *Les petites sources du droit : à propos des sources étatiques non contraignantes*, Paris : Economica, 2012. L'auteur a adopté « l'effet juridique » comme critère des sources du droit, elle n'hésite donc pas à ranger les actes étatiques non contraignants parmi les sources formelles en raison des effets juridiques qu'ils produisent.

[1218] I. HACHEZ, « Les sources du droit : de la pyramide au réseau et vice versa ? », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir), *Les sources du droit revisitées : théorie des sources du droit*), vol. 4, *op. cit.*, p. 51, spéc. p. 88.

et non-droit[1219]. Encore, le droit souple a pu être présenté comme un « *droit proposé* »[1220], à savoir une première étape de l'élaboration de la norme qui peut orienter l'action du législateur.

Dans tous les cas, même les auteurs qui refusent au droit souple sa nature juridique admettent qu'il peut exercer une influence importante sur la conduite des États et sur les comportements des acteurs ciblés[1221]. Il semble donc que la vraie question devrait intéresser l'effectivité du droit souple, car il s'agit d'instruments d'application volontaire qui ne peuvent avoir un effet que s'ils reçoivent l'adhésion de leurs destinataires. Ce droit « *avance à l'effectivité : en invitant, en proposant, en dirigeant…, il parie sur l'acception et l'assentiment des destinataires ; la normativité devient une question d'adhésion…* »[1222].

Dès lors, dans un premier temps, il convient, et ce sans prétendre à l'exhaustivité, d'analyser les principaux avis, recommandations et codes de conduite constituant le droit souple de la rémunération excessive des dirigeants **(Titre 1)**. Dans un second temps, seront examinés les moyens de contrôle pouvant être mis en place afin d'assurer l'efficacité de ce droit souple, de sorte à apprécier s'il est susceptible de constituer une alternative crédible au droit dur **(Titre 2)**.

[1219] P. DEUMIER, *Le droit spontané*, Paris : Economica, 2002, p. 125 : « *Peut-être faudrait-il construire une véritable théorie du [droit souple], qui dégagerait ses caractères et ses conditions de formation. Ce n'est pas en déformant la notion de coutume, depuis longtemps parvenue à maturité, qu'une telle catégorie juridique pourra être construite, ni en élargissant inutilement celle du droit légal qui a déjà bien assez à faire avec ses différents degrés de normativité. Il semble qu'ici une construction entièrement originale s'impose …* ».

[1220] I. HACHEZ, « Balises conceptuelles autour des notions de « source du droit », « force normative » et « soft law » », *Revue interdisciplinaire d'études juridiques* 2/ 2010, v. 65, p. 1, spéc. p. 27 ; A. OUTIN-ADAM, E. SCHLUMBERGER, « Soft law et droit des sociétés », *art. préc.*, p. 287.

[1221] P. WEIL, « Vers une normativité relative en droit international », *art. préc.*, p. 5.

[1222] I. HACHEZ, « Le *soft law* : qui trop embrasse mal étreint ?», *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : théorie des sources du droit*, vol. 4, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 539, spéc. p. 583.

TITRE -1-

LE CONTENU DU DROIT SOUPLE SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

327. Les manifestations du droit souple de la rémunération des dirigeants ne cessent de se développer[1223], et ce dans tous les ordres juridiques, que ce soit sur le plan international, communautaire ou interne[1224].

Le problème de la rémunération excessive des dirigeants sociaux n'est pas propre à la France. La question est au centre des débats dans plusieurs pays du monde[1225]. Les divers systèmes juridiques essayent ainsi de trouver des solutions efficaces, tantôt en imposant des mesures impératives, tantôt en proposant des règles de bonne conduite. Afin d'aider les gouvernements à évaluer et à améliorer le cadre juridique, institutionnel et réglementaire organisant, à l'échelon national, le gouvernement d'entreprise en général et la rémunération des dirigeants en particulier, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a, dès 1999, élaboré des principes de gouvernance d'entreprise[1226] qui ont reçu l'approbation des ministres des pays membres, et ont ensuite été révisés en 2004[1227]. Suite à la crise financière, de nouvelles recommandations ont été publiées pour aider les entreprises et les gouvernements à surmonter les faiblesses de la gouvernance d'entreprise et à assurer une mise en œuvre plus efficace des principes[1228]. Récemment, l'OCDE, avec le concours de l'ensemble des pays du G20, a révisé à nouveau ses principes de gouvernance

---

[1223] F. OSMAN, « Avis, directives, codes de bonne conduite, recommandations, déontologie, éthique, etc. : réflexion sur la dégradation des sources privées du droit », *RTD civ*. 1995, p. 509.

[1224] Pour une présentation des manifestations du droit souple de la rémunération des dirigeants : v. P. BISSARA, R. FOY, A. DE VAUPLANE, *Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées : conseils et comités*, Paris : Joly, 2007, p. 136 et s.

[1225] V. par exemple, l'étude annuelle de Hay Group sur la rémunération des dirigeants en Europe, « Top Executive Compensation in Europe 2013 », disponible sur www.haygroup.com.

[1226] OCDE, « Principes de gouvernement d'entreprise», Publication de l'OCDE, 2004.

[1227] Le comité de direction de l'OCDE en matière de gouvernement d'entreprise a lancé une consultation publique sur le texte projeté. Un vaste échantillon du public a ainsi commenté et participé au processus de révision des principes. V. « Comments received from Web consultations », document disponible sur http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/27211386.pdf.

[1228] OCDE, « Gouvernement d'entreprise et crise financière : conclusions principales et messages clés », Publication de l'OCDE, juin 2009 ; V. également, OCDE, « Méthodologie d'évaluation de la mise en œuvre des principes de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise », Publication de l'OCDE, 1er décembre 2006. Il s'agit d'un support à une évaluation de la mise en œuvre des Principes dans une juridiction qui fournit aussi un cadre pour des discussions sur l'action à mener.

d'entreprise[1229]. Les principes de la gouvernance d'entreprise de l'OCDE constituent un instrument définissant des règles et des bonnes pratiques n'ayant pas de caractère obligatoire[1230]. Cependant, ces principes sont devenus aujourd'hui des standards œuvrant à la stabilité financière internationale, telle que promue par le Conseil de stabilité financière. Ils ont inspiré les législateurs et les rédacteurs des codes de gouvernement d'entreprise des pays membres[1231], mais également non membres, de l'OCDE[1232], de même que certaines autorités internationales[1233].

328. Sur le plan communautaire, la Commission européenne recourt de plus en plus, depuis quelques années, aux recommandations en matière de rémunération des dirigeants[1234], ce qui reflète une volonté de mettre en place une régulation moins contraignante[1235]. Les recommandations de la Commission européenne ne lient pas les États membres et ne comportent aucune obligation pour leurs destinataires[1236]. Toutefois, elles donnent des orientations et servent de guide tant au législateur national qu'aux organisations représentatives des entreprises, ou encore à l'AMF et aux sociétés elles-mêmes[1237]. Selon un auteur, ces recommandations « *présentent l'avantage de pouvoir entrer en application beaucoup plus rapidement que des directives ou des règlements. Or, la rapidité est un paramètre décisif dans ce domaine, en raison de l'urgence de renforcer la confiance des investisseurs* »[1238].

[1229] OCDE, « Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE », septembre 2015.
[1230] *Id.*, p. 13.
[1231] La France fait partie des pays membres originaires de l'OCDE.
[1232] OCDE, «Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE », *op. cit.*, p. 13.
[1233] V. les recommandations du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « Renforcement de la gouvernance d'entreprise dans les établissements bancaires », février 2006, texte disponible à l'adresse http://www.bis.org/publ/bcbs122fr.pdf.
[1234] Recommandation de la Commission européenne n° 2004/913/CE du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *JOUE* du 29 décembre 2004, n° L 385, p. 55 ; Recommandation de la Commission européenne nº 2005/162/CE du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, *JOUE* du 25 février 2005, n° L 52, p. 51 ; Recommandation de la Commission européenne n° 2009/385/CE du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *JOUE* du 15 mai 2009, n° L 120, p. 28 ; V. également, B. LECOURT, « L'avenir du droit français des sociétés : que peut-on encore attendre du législateur européen ? », *Rev. sociétés* 2004, p. 223.
[1235] B. LECOURT, « Droit des sociétés de l'Union européenne », *Rép. dr. européen*, juin 2014, n° 257.
[1236] Art. 288 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).
[1237] M. GERMAIN, « Réformes récentes du droit des sociétés (1966 à 2011). Contenu, application et incidences du droit communautaire », *J-Cl. Commercial*, 1er octobre 2011, Fasc. 997, n° 80.
[1238] A. PIETRANCOSTA, « La modernisation des voies de l'harmonisation européenne du droit boursier », *LPA* 6 octobre 2004, n° 200, p. 3.

329. En France, les règles non contraignantes relatives à la rémunération des dirigeants se placent, en général, dans la lignée des recommandations européennes[1239]. Ces règles peuvent émaner de l'autorité des marchés financiers. En effet, en application de l'article L. 621-18-3, alinéa 1er, du Code monétaire et financier, l'AMF peut, à l'occasion de la publication de son rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne, « *approuver toute recommandation qu'elle juge utile* ». Ainsi, depuis l'ordonnance du 22 janvier 2009[1240], l'AMF met à jour annuellement ses recommandations sur la rémunération des dirigeants sociaux, et propose de nouvelles pistes de réflexion[1241].

Le droit souple de la rémunération peut également être émis par les entreprises elles-mêmes[1242], ou par des organisations professionnelles[1243]. Les bonnes pratiques élaborées par ces dernières sont nombreuses en France. Peuvent être mentionnés le code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP-MEDEF pour les grandes sociétés cotées[1244], le code de gouvernement d'entreprise de MiddleNext pour les valeurs moyennes et petites[1245], les recommandations de l'Association Française de la Gestion Financière[1246], les rapports de l'Institut Montaigne sur les bonnes pratiques du gouvernement d'entreprise[1247], et les travaux de l'Institut Français des Administrateurs[1248]. Pourtant, les code de l'AFEP-MEDEF et de MiddleNext constituent les codes le plus précis en la matière et présentent la particularité de correspondre étroitement aux termes des articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de

---

[1239] A. FRASSON-GORRET, « Les nouvelles recommandations de la Commission européenne concernant la rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *Option Finance* 2009, n° 1035, p. 28.

[1240] Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, *JORF* du 23 janvier 2009, n° 19, p. 1429.

[1241] Afin de faciliter l'application de ces recommandations et de ces pistes de réflexions, l'AMF les avait regroupées dans un document unique, sous la forme d'une recommandation « DOC-2012-02 » : AMF, « Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF - Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF », document créé le 9 février 2012, et modifié le 11 décembre 2014.

[1242] I. DESBARATS, « Codes de conduite et chartes éthiques des entreprises privées : Regard sur une pratique en expansion », *JCP* G 2003, I, n° 9, 112, p. 337 ; C. JUBAULT, « Les codes de conduite privés », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 27, spéc. p. 30.

[1243] V. MAGNIER, Y. PACLOT, « Les nouveaux modes d'élaboration des règles commerciales », *in* P. BLOCH, S. SCHILLER (dir.), *Quel code de commerce pour demain ?*, Actes du colloque organisé par l'Institut de recherche en droit des affaires le 30 mars 2007, Paris : Litec, 2007, p. 3, spéc. p. 10.

[1244] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », code publié en octobre 2008, et révisé en juin 2013.

[1245] MiddleNext, « Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites », décembre 2009.

[1246] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », janvier 2015.

[1247] Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », juillet 2007 ; « Mieux gouverner l'entreprise», mars 2003.

[1248] IFA, « La gouvernance des sociétés cotées : synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils », mai 2007 ; IFA, « La gouvernance des sociétés cotées en France à l'usage des investisseurs », septembre 2012 ; IFA, « Structure de gouvernance de l'entreprise : critères de décisions », janvier 2013.

commerce qui évoquent un « *code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises* »[1249]. La plupart des sociétés du SBF 120 ont d'ailleurs désigné ce code comme leur code de référence[1250]. L'examen de ses recommandations occupera donc une place plus importante dans notre analyse du droit souple de la rémunération des dirigeants.

Les diverses recommandations, qu'elles soient publiées au niveau international ou interne, concernent essentiellement l'amélioration de la transparence, l'évaluation des performances des dirigeants, l'organisation des organes chargés de déterminer leurs rémunérations, et la participation des actionnaires à la fixation de la rémunération. Ces recommandations s'adressent en premier lieu aux dirigeants, exécutifs et non exécutifs, et portent à la fois sur l'ampleur de la rémunération et le comportement de ceux-ci **(Chapitre 1)**. Elles s'adressent aussi aux actionnaires, qui sont désormais appelés à être davantage impliqués dans la procédure de fixation de la rémunération des dirigeants **(Chapitre 2)**.

[1249] V. *infra*, n° 456.
[1250] AFEP-MEDEF, « 5ème rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF », octobre 2013, p. 4.

CHAPITRE -1-

L'AUTORÉGULATION PAR LES MANDATAIRES SOCIAUX

330. Les premiers destinataires du droit souple en matière de rémunération sont les mandataires sociaux des sociétés anonymes. Par mandataire social, on entend non seulement les dirigeants exécutifs, mais aussi les membres du conseil d'administration ou de surveillance, qui sont fréquemment récipiendaires des recommandations de bonne gouvernance[1251]. Parce que de telles recommandations ambitionnent de limiter les excès relatifs aux rémunérations, ces mandataires ont vocation à *« les intégrer, les utiliser, les mobiliser ou encore se les approprier afin de régler sur eux leurs actions, leurs conduites, ou leurs raisonnements* »[1252].

Le droit souple est donc affaire d'autorégulation, voire d'« *autorégulation exigeante* »[1253] en ce domaine spécifique des rémunérations, car elle ne se limite pas à l'application de règles de fixation de leur montant mais s'étend à l'exercice même de la fonction de mandataire social qui peut grandement influencer la question de l'excès. Il faut en effet bien constater que l'objectif d'encadrer la rémunération des dirigeants est sous-jacent à de nombreuses préconisations du droit souple, nonobstant leur formulation générale en termes de comportement. Ainsi, l'autorégulation par les mandataires sociaux se fait à travers deux formes de règles : des règles matérielles qui visent l'attribution de la rémunération en tant que telle et envisagent d'en limiter le montant **(Section 1)** ; des règles relatives à l'activité des mandataires sociaux et à l'exercice de leur fonction, susceptibles d'influencer de manière indirecte le niveau ou le mode de fixation de la rémunération **(Section 2)**.

[1251] Les dirigeants non exécutifs, s'ils sont acteurs du droit souple, n'en deviennent pas pour autant les bénéficiaires des rémunérations envisagées par les recommandations. Rappelons en effet que la rémunération des membres du conseil est très souvent hors du champ des codes de gouvernance, et donc de notre étude, dans la mesure où elles ont seulement pour objet d'indemniser, si ce n'est de défrayer, la participation au conseil. V. *supra*, n° 11.

[1252] C. PÉRÈS, « La réception du droit souple par les destinataires », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 93, spéc. p. 97.

[1253] Selon l'expression du ministre de l'Économie et des Finances, E. CONESA, E. FREYSSENET, E. LEFEBVRE, « Pierre Moscovici : Pas de loi sur la rémunération des patrons », *Les Échos*, 23 mai 2013, disponible sur http://www.lesechos.fr/23/05/2013/lesechos.fr/0202781775010_pierre-moscovici-----pas-de-loi-sur-la remuneration-des-patrons--.htm ; B. DONDERO, « Le concept de gouvernance », *Gaz. Pal.* 28 août 2014, n° 240, p. 6.

SECTION -1- L'AUTORÉGULATION DANS L'ATTRIBUTION DE LA RÉMUNÉRATION

331. L'autorégulation dans l'attribution de la rémunération des dirigeants consiste à proposer des mesures touchant directement aux différents éléments de cette rémunération. Il s'agit d'augmenter, par le biais de recommandations dépourvues de force contraignante, le niveau d'exigence imposé par la loi quant à la détermination de la rémunération **(§1)**, mais également quant à son paiement **(§2)**.

§ 1. LES RECOMMANDATIONS RELATIVES À LA DÉTERMINATION DE LA RÉMUNÉRATION

332. Dans l'exercice de sa mission de détermination de la rémunération des dirigeants, le conseil d'administration, ou de surveillance, doit respecter les conditions imposées par la loi et par la jurisprudence. Le droit souple vient ajouter encore d'autres conditions ; certaines s'inscrivent dans la continuité des objectifs du droit dur concernant notamment le renforcement de la transparence et la corrélation entre la rémunération et la performance **(A)**, alors que d'autres proposent des mesures nouvelles spécifiques à certains types de rémunérations **(B)**.

A / Des recommandations générales complémentaires au droit dur

333. Un lien de complémentarité pourrait se nouer entre le droit dur et le droit souple[1254]. En effet, ce dernier aurait parfois pour ambition de compléter la loi en l'interprétant, en la précisant et en rendant son application plus prévisible. Ainsi, des règles souples plus exigeantes peuvent accompagner la mise en œuvre des dispositions législatives relatives à la détermination **(a)**, mais également à l'information sur la rémunération des dirigeants **(b)**.

[1254] Conseil d'État, *Le droit souple*, *op. cit.*, p. 97.

a) Des conditions de détermination plus exigeantes

334. La détermination du montant de la rémunération des dirigeants est soumise au respect des critères jurisprudentiels relatifs à la situation de l'entreprise et au travail fourni par le dirigeant[1255]. La loi subordonne aussi le versement du parachute doré à la réalisation de conditions de performance[1256]. Les règles du droit souple insistent en général sur l'importance de ces critères et conditions et donnent des recommandations les complétant et les précisant.

Tout d'abord, il ressort du code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP-MEDEF que la détermination de la rémunération doit être guidée par six principes[1257] : le principe d'exhaustivité, qui signifie que la totalité des éléments de rémunération, y compris les retraites chapeau et les options d'actions ou les actions de performance, doit être retenue dans l'appréciation globale de la rémunération ; le principe de cohérence entre la rémunération des dirigeants et celle des salariés ; le principe de *benchmark*, qui permet d'apprécier la rémunération dans le contexte d'un métier et du marché de référence européen ou mondial ; le principe d'intelligibilité des règles applicables, notamment des conditions de performance ; les principes d'équilibre et de mesure, qui consistent à tenir compte de l'intérêt général de l'entreprise et des pratiques du marché. S'ils confirment les objectifs recherchés par le législateur[1258], ces principes apparaissent toutefois variables et imprécis alors qu'ils sont *a priori* censés préciser la loi[1259]. Il peut être observé, par exemple, que la notion de « mesure » est subjective et peut faire référence à un montant de rémunération peu élevé, ou à une rémunération corrélée à d'autres éléments[1260].

Ensuite, la loi exige que le rapport de gouvernance du président du conseil d'administration et de surveillance rende compte de la politique de rémunération[1261]. Le droit souple vient apporter des précisions sur cette dernière. Ainsi, le code AFEP-MEDEF rappelle

---

[1255] V. *supra*, n° 61.
[1256] C. com. art. L. 225-42-1, al. 2.
[1257] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.1, p. 21. Le code MiddleNext pour les valeurs moyennes et petites comporte d'ailleurs les mêmes principes, V. code de MiddleNext, *op. cit.*, p. 8.
[1258] À titre d'exemple, les objectifs d'équilibre et de cohérence se trouvent dans la loi de 2008 qui a conditionné l'attribution de stock-options ou d'actions gratuites aux dirigeants notamment à l'accès de tous les salariés de la société et de ses filiales à ces mécanismes de rémunération. Loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008 en faveur des revenus du travail, *op.cit.*
[1259] A.-D. MERVILLE, « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *in Droit bancaire et financier : Mélanges AEDBF-France VI*, Paris : la Revue Banque, 2013, p. 479, spéc. p. 494.
[1260] B. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux : utilisons les dispositifs existants ! », *art. préc.*, p. 7.
[1261] C. com. art. L. 225-37, et L. 225-68, al. 9 : « *le rapport [du président] présente en outre les principes et les règles arrêtés par le conseil d'administration pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux* »

que la rémunération doit être déterminée en fonction du travail fourni, des résultats obtenus et de la responsabilité assumée ; l'attribution d'options sur actions doit correspondre à une politique d'association au capital, et non à un complément de rémunération ; la rémunération doit être déterminée au regard des performances de l'entreprise[1262]. En réalité, si ces recommandations rappellent certaines règles déjà prévues par la loi ou par la jurisprudence, notamment en matière d'indemnité de départ[1263], elles comblent aussi la lacune des articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du Code de commerce, qui excluent, de façon contestable, l'attribution des options et des actions du champ d'application de l'obligation de conditions de performance. Il est donc recommandé que « *les attributions d'options et d'actions aux dirigeants mandataires sociaux [prévoient] des conditions de performance* »[1264]. Pour sa part, l'AMF précise que « *l'exercice de la totalité des options et l'acquisition des actions [doivent être] liés à des conditions de performance sérieuses et exigeantes* »[1265].

L'attribution des rémunérations variables a également été l'objet d'une attention particulière. Selon le code révisé de l'AFEP-MEDEF[1266] et les recommandations de l'AMF[1267], le dirigeant peut cumuler des rémunérations variables annuelles et pluriannuelles, tout en respectant les principes d'exhaustivité et de mesure. De plus, sans que la bourse soit l'unique critère de performance, ces rémunérations doivent être subordonnées aux critères quantitatifs et qualitatifs définis de manière précise, objective, simple et pertinente. Cette mesure conduirait à renforcer la viabilité de la société à long terme. De même, une définition précise de la performance devrait permettre de mieux justifier l'octroi de la rémunération.

Enfin, le droit souple, tout comme le droit dur, souligne le rôle que le comité des rémunérations peut jouer dans la détermination de ces dernières. Les règles souples signalent la nécessité de mettre en place un tel comité[1268] et insistent sur le caractère indépendant, que

---

[1262] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2, p. 22.

[1263] V. par exemple, C. com. art. L. 225-42-1 et L. 225-90-1 ; Cass. com., 11 octobre 2005, n° 02-13520, *Rev. sociétés* 2006, p .79, note J.-P. MATTOUT ; *D.* 2005, p. 2743, note A. LIENHARD ; *JCP* E 2005, 1796, p. 2111, note H. HOVASSE ; Cass. crim., 17 octobre 2007, n° 06-85932, inédit.

[1264] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2. 4, p. 25. Dans ce sens, le code MiddleNext prévoit que : « *il est important de fixer des règles claires de performance et, par ailleurs, de ne pas trop concentrer sur les dirigeants l'attribution de stock-options et/ou d'actions gratuites car la performance est toujours le fait d'un effort collectif* » : Code de MiddleNext, *op. cit.*, R : 5, p. 9.

[1265] Recommandation AMF n° 2014-08 - Rapport annuel 2014 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 22 septembre 2014, p. 93 ; V. également, AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », *op. cit.*, p. 22.

[1266] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2. 3, p. 24.

[1267] Recommandation AMF n° 2014-08 - Rapport annuel 2014 de l'AMF 2014, *op. cit.*, p. 80.

[1268] Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p. 6 : « *Un progrès substantiel consisterait à légiférer pour rendre obligatoire l'existence d'un comité des rémunérations (instance aujourd'hui facultative)* ».

nous développerons ultérieurement, de ses membres[1269]. C'est effectivement l'indépendance du comité qui doit être assurée plutôt que son caractère obligatoire dans la mesure où la quasi-totalité des sociétés ont volontairement mis en place un tel comité[1270].

335. Ces préconisations se placent généralement dans la lignée des recommandations de l'OCDE et des recommandations européennes qui, elles aussi, invitent à appliquer le principe de performance aux plans d'attribution d'options ou d'actions gratuites[1271], et à promouvoir la viabilité à long terme de la société en incluant des critères de performance non financiers[1272]. La Commission européenne confère également au comité des rémunérations un rôle essentiel dans l'établissement de la politique de rémunération[1273]. Alors que sa fonction consistait principalement, dans les recommandations de 2004, à faire des propositions au conseil d'administration sur la question de la rémunération[1274], le comité des rémunérations a vu son rôle renforcé avec les recommandations de 2009 afin d'améliorer l'efficacité du conseil d'administration, ou de surveillance[1275].

336. Ainsi, s'il est vrai que les règles souples reprennent la loi, elles contribuent surtout à en compléter le contenu en permettant d'étendre l'application de l'obligation de performance à tous les types de rémunérations, et en rendant l'attribution de la rémunération plus exigeante. Elles tendent de surcroît à parvenir à une transparence complète en la matière.

[1269] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 18.1, p. 17 : Le comité des rémunérations « *ne doit comporter aucun dirigeant mandataire social et doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendant* » ; V. également, IFA, « Les comités de rémunération et nominations », 16 janvier 2007.

[1270] HCGE, « Rapport d'activité », octobre 2014, § 4.2, p. 68.

[1271] Recommandation de la commission européenne du 30 avril 2009, *op. cit.*, point 4.2, p. 30 : « *L'acquisition définitive d'actions et le droit d'exercer des options sur actions ou d'autres droits à l'acquisition d'actions ou à la rémunération sur la base de l'évolution du cours de l'action devraient être soumis à des critères de performance prédéterminés et mesurables* ».

[1272] *Id.*, point 3.2, p. 30 : « *L'attribution de composantes variables de la rémunération devrait être liée à des critères de performance prédéterminés et mesurables ; Les critères de performance devraient promouvoir la viabilité à long terme de la société et inclure des critères non financiers qui présentent de l'intérêt pour la création de valeur à long terme par la société, tels que le respect des règles et des procédures en vigueur* » ; L'OCDE a également préconisé « *d'aligner les rémunérations des principaux dirigeants et des administrateurs avec les intérêts à long terme de la société* » : OCDE, « Gouvernement d'entreprise et crise financière : conclusions principales et messages clés », *op. cit*., p. 20.

[1273] B. LECOURT, « Rémunérations des dirigeants sociaux : la Commission européenne publie deux recommandations », *Rev. sociétés* 2009, p. 433.

[1274] Recommandation de la commission européenne du 25 février 2005, *op. cit.*, point 3, p. 59.

[1275] Ainsi, au moins un membre du comité devrait disposer d'une expérience suffisante en matière de rémunération ; ce comité devrait procéder à une révision périodique de la politique de rémunération ; le comité devrait faire preuve d'indépendance de jugement et d'intégrité dans l'exercice de ses fonctions ; les membres du comité devraient obligatoirement assister à l'assemblée générale qui décide de la politique de rémunération : Recommandation de la commission européenne du 30 avril 2009, *op. cit.*, point 7, p. 31.

b) Une transparence davantage renforcée

337. Sans aucune exception, toutes les manifestations du droit souple en matière de rémunération des dirigeants comportent des recommandations relatives à la transparence et aux obligations de publication des informations relatives à cette rémunération. Figure ainsi l'exigence de diffuser, en temps opportun, des informations exactes et précises sur la rémunération des dirigeants dans toutes les publications de l'OCDE[1276]. Il en est de même pour la Commission européenne, qui a recommandé à plusieurs reprises de divulguer de manière très détaillée la politique de la rémunération des dirigeants[1277].

En droit interne, l'Institut Montaigne appelle les sociétés à tout mettre en œuvre pour « *lever les suspicions de connivence* »[1278] dans la fixation de la rémunération, alors que l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) incite le conseil d'administration à communiquer « *la philosophie et le raisonnement* »[1279] qui ont présidé à l'établissement de la politique de rémunération. Selon le code AFEP-MEDEF[1280], une information permanente doit être publiée sur tous les éléments de rémunération « *potentiels ou acquis* » des dirigeants, et ce, immédiatement après la réunion du conseil les ayant arrêtés[1281]. Également, le rapport annuel doit prévoir une présentation détaillée de la politique de détermination de la rémunération et d'attribution d'options et d'actions aux dirigeants mandataires sociaux, ainsi qu'une information très complète sur la rémunération individuelle de chaque dirigeant et des systèmes de retraite dont ils bénéficient.

338. Il semble néanmoins que les différentes préconisations n'ajoutent guère à la législation déjà établie en matière de transparence de la rémunération. En effet, ces recommandations sont, peu ou prou, les reproductions des articles L. 225-102-1, L. 225-184 et L. 225-197-4 du Code de commerce. Le code AFEP-MEDEF lui-même apparaît, à ce propos, comme un « *code-perroquet* »[1282] se bornant à répéter la loi. Il peut être soutenu que

---

[1276] V. par exemple, OCDE, « Gouvernement d'entreprise et crise financière : conclusions principales et messages clés », *op. cit*., p. 21 ; OCDE, « Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE », *op. cit.*, point V, p. 6.
[1277] Recommandation de la commission européenne du 30 avril 2009, *op. cit.*, point 5, p. 30 ; Recommandation de la commission européenne du 14 décembre 2004, *op. cit.*, point 3.3, p. 57.
[1278] Institut Montaigne, «Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p. 6.
[1279] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », *op. cit.*, p. 22.
[1280] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 24.1 et 24.2, p. 29 et s.
[1281] Il en est de même dans le code de MiddleNext, *op. cit*,. p. 8.
[1282] Y. PACLOT, « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *art. préc*, p. 395, n° 27.

tout a été dit par le législateur et que « *la loi semble près d'être exhaustive* »[1283] sur cette question, mais l'on notera, malgré tout, que même les points sur lesquels la loi ne se montre pas assez précise ne sont pas clairement traités par le droit souple[1284]. Il n'en demeure pas moins que le code AFEP-MEDEF a participé au renforcement de la transparence en interprétant les dispositions législatives, notamment en ce qui concerne l'accessibilité et la visibilité des informations publiées. Le code propose en ce sens l'utilisation d'une présentation standardisée de tous les éléments de rémunération des dirigeants sous forme de dix tableaux[1285].

Le droit souple n'apparaît donc, sur certains sujets, qu'un suiveur dépourvu de créativité. Cependant, il ne faut pas en déduire qu'il constitue un « *doublon inutile* »[1286]. Les règles non contraignantes vont, sur d'autres sujets, au-delà des normes existantes, et peuvent même s'écarter de la loi en vigueur.

B / Des recommandations spécifiques *ultra legem*

339. Outre son rôle dans l'interprétation et dans la précision des dispositions légales, le droit souple peut offrir « *dans le silence, ou même en opposition à [celles-ci], un modèle formellement non contraignant du point de vue de l'ordre juridique étatique pour agir et/ou pour juger* »[1287]. La règle souple constitue en ce sens « *une sorte de production alternative du droit* »[1288] et qui peut aller plus loin que la règle dure. C'est notamment le cas des recommandations qui visent à encadrer spécifiquement certains types de rémunération.

[1283] A. COURET, « La gouvernance au cœur de l'administration des entreprises. Les thèmes centraux du gouvernement d'entreprise : rémunérations, composition des organes sociaux et conflits d'intérêts, sous le regard des investisseurs », *Gaz. Pal.* 28 août 2014, n° 240, p. 31, n° 49.

[1284] Comme, par exemple, la question relative aux obligations d'informations dans les grandes sociétés non cotées, ou dans les groupes des sociétés, V. *supra*, n° 190.

[1285] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 24.2, p. 31, et l'annexe du même code, p. 35.

[1286] B. FAGES, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 84, p. 428.

[1287] I. HACHEZ, « Balises conceptuelles autour des notions de « source du droit », « force normative » et « soft law » », *art. préc.*, p. 26 ; I. HACHEZ, « Le *soft law* : qui trop embrasse mal étreint ?», *art. préc.*, p. 543. L'auteur explique qu'au sein du droit souple, deux catégories principales peuvent être distinguées : *la soft law para-législatif* qui peut menacer le mode formel de production du droit en prétendant s'y substituer, et *la soft law périlégislatif* qui peut devancer le droit positif, lui servir de relais ou même agir en synergie avec lui. Dans cette dernière catégorie, peuvent être distinguées trois sous-catégories : le droit recommandé, le droit proposé, et le *hard law* en puissance.

[1288] C. THIBIERGE, « Sources du droit, sources de droit : une cartographie », *in Mélanges P. JESTAZ, Libres propos sur les sources du droit*, Paris : Dalloz, 2006, p. 526.

Ces rémunérations sont attribuées avant la prise des fonctions de direction **(a)**, en cours du mandat social **(b)** ou à l'occasion du départ du dirigeant **(c)**.

a) La rémunération attribuée avant la prise de fonctions

340. Avant l'entrée en fonctions de direction, le dirigeant peut profiter d'une rémunération, à savoir la prime d'arrivée. Cette prime n'a pas beaucoup attiré l'attention du législateur. Celui-ci n'impose aucune condition à son attribution et se borne à l'inclure dans le dispositif relatif à l'information devant figurer dans le rapport annuel de gestion[1289]. De la même manière, les acteurs du droit souple n'ont pas accordé beaucoup d'intérêt à cet élément de rémunération. Seules les recommandations de l'Institut Montaigne et celles de l'IFA citaient cette prime, et ce, de manière épisodique[1290]. Cependant, le développement récent du *golden hello* a incité les organisations professionnelles à prévoir dans leurs codes de gouvernement d'entreprise des dispositifs spécifiques pour l'encadrer. De la sorte, l'AFG a préconisé que le montant des rémunérations exceptionnelles, telles que le *golden hello* soit individualisé et que les circonstances et les motifs conduisant à son versement soient précisés et justifiés[1291]. De même, le code AFEP-MEDEF, qui ne traitait précédemment pas de la prime d'arrivée, a fixé, dans sa version révisée en 2013, des conditions particulières à son attribution[1292]. Désormais, cette attribution n'est autorisée que si le bénéficiaire est un nouveau dirigeant mandataire social venant d'une société extérieure au groupe. Ce dispositif est important en ce qu'il interdit le recours à ce type de rémunération en lieu et place d'une indemnité de départ soumise à une obligation de performance lorsque le dirigeant change de fonction dans le même groupe. Le code recommande, par ailleurs, que le montant de l'indemnité de prise de fonction soit rendu public au moment de sa fixation et qu'il soit soumis au vote des actionnaires[1293]. Il se montre donc plus exigeant que la loi qui ne soumet pas le *golden hello* aux procédures des conventions réglementées, se contentant d'imposer de

---

[1289] C. com. art. L. 225-102-1.

[1290] La recommandation de l'Institut Montaigne fait référence à la prime de bienvenue dans sa proposition sur l'organisation de la rupture du contrat de travail d'un nouveau mandataire à son entrée dans le mandat. Elle montre ainsi que la séparation entre mandat social et contrat de travail devrait, secondairement, permettre de réduire le montant du *golden hello*. Institut Montaigne, «Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p. 8 ; IFA, « La gouvernance des sociétés cotées : synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils », *op. cit.*, point 4.3, p. 39.

[1291] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 22.

[1292] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 27.

[1293] *Id.*, point 24.3, p. 31.

le mentionner dans le rapport sur les rémunérations et avantages de toute nature versés à chaque dirigeant social[1294].

341. L'on pourrait pourtant s'interroger sur l'emploi par le code de l'expression d'« *indemnité de prise de fonction* »[1295]. Les termes retenus sont-ils utilisés de manière générale pour désigner simplement la prime octroyée avant l'entrée en fonction ou bien font-ils référence à l'idée selon laquelle cette prime est la compensation de la perte des avantages que tenait son bénéficiaire au sein de l'ancienne société[1296]? Dans ce dernier cas, l'indemnité de prise de fonction ne devrait-elle pas être soumise à l'exigence de performance, en ce qu'elle constituerait une indemnité due à raison de la cessation ou du changement des fonctions visée par l'article L. 225-42-1 du Code de commerce[1297] ? Dans tous les cas, il nous semble que, si le code n'envisage pas réellement la qualification d'indemnité en tant que telle, l'expression de « *prime d'arrivée* »[1298], employée par la Cour de cassation, serait préférable.

342. Le droit souple s'intéresse également aux rémunérations octroyées au cours du mandat social et, plus précisément, à l'attribution de stock-options et d'actions gratuites.

b) La rémunération attribuée au cours du mandat social

343. Les recommandations relatives aux rémunérations octroyées au cours du mandat social concernent surtout l'attribution de stock-options et d'actions gratuites, également nommées « actions de performance ». À la différence de la prime d'arrivée, les plans qui rémunèrent les dirigeants en actions ou en options sur actions font l'objet d'une réglementation détaillée, notamment à propos des informations qui doivent être transmises aux actionnaires sur leur attribution[1299]. Cependant, les critères conditionnant la mise en place de ces mécanismes et la détermination du prix des options manquent souvent de « *lisibilité et de pertinence* »[1300] par rapport à la performance de la société et des dirigeants concernés. Une série de recommandations a donc été formulée au sein du droit souple afin de mieux

[1294] Y. PACLOT, « Gouvernance d'entreprise : la révision du code AFEP-MEDEF préférée à la loi », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 553.
[1295] B. DONDERO, « Le code AFEP-MEDEF révisé : un nouveau départ », *Rev. sociétés* 2014, p. 7, spéc. n° 34.
[1296] C. CATHIARD, B. SAINTOURENS, A. LEMERCIER, « La rémunération des dirigeants dans les sociétés par actions », *art. préc.*, p. 3.
[1297] V. dans ce sens, J.-J. UETTWILLER, A.-L. LEGOUT, « Les différents éléments composant la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 11, spéc. p. 15.
[1298] Cass. crim., 30 juin 2010, n° 09-82062, *préc.*
[1299] C. com. art. L. 225-177, L. 225-197-1 et L. 225-184.
[1300] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 113.

encadrer ce type de rémunération. Ainsi, le rapport de l'Institut Montaigne recommande de moduler la fiscalité des stock-options pour que ne jouissent d'un traitement préférentiel que celles « *dont le bénéfice est conditionné à une surperformance objective de l'entreprise* »[1301]. L'AFG propose à son tour que le montant total des plans en cours globalisant stock-options et actions gratuites n'excède pas 10 % du capital[1302]. Le code AFEP-MEDEF semble être le plus précis tant en ce qui concerne l'attribution d'options et d'actions aux dirigeants qu'en ce qui se rapporte à la détermination du prix de souscription des options. Outre la subordination de ces mécanismes au respect des conditions de performance appréciées sur une période de plusieurs années consécutives, le code préconise de définir, sous forme d'un sous-plafond d'attribution, le pourcentage maximum d'options et d'actions de performance pouvant être attribuées aux dirigeants mandataires sociaux par rapport à l'enveloppe globale votée par les actionnaires[1303]. Cela permettrait d'éviter une forte concentration de l'attribution sur les dirigeants.

Ensuite, afin de faire face aux pratiques de *repricing* que la loi pourrait indirectement permettre[1304], le code propose de ne pas procéder à des attributions aux mêmes périodes calendriers, et de prohiber les effets d'aubaine tenant à un marché baissier[1305]. Concernant le prix de l'attribution des stock-options, le code s'écarte de la position de la loi et recommande l'interdiction des décotes qui peuvent s'appliquer sur cette attribution[1306]. Rappelons que le Code de commerce permet de consentir des options sur la souscription ou l'achat d'actions avec une décote sur le prix d'attribution pouvant aller jusqu'à 20 %[1307]. Or, ce rabais constitue un avantage relativisant le caractère incitatif des stock-options. Malgré la multiplicité des propositions visant à supprimer, par une règle impérative, les décotes d'attribution[1308], cette technique a toutefois été maintenue. Par ailleurs, le code se montre vigilant à l'égard des opérations de couverture des plus-values latentes non interdites par la loi. Ces opérations peuvent garantir pour le dirigeant, à travers une promesse d'achat, une plus-value certaine

---

[1301] Institut Montaigne, «Comment « bien » payer les dirigeant d'entreprise ? », *op. cit.*, p. 8.
[1302] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 24. Rappelons que la loi prévoit que les titres attribués par un plan d'option de souscription ne peuvent représenter plus d'un tiers du capital de la société (C.com. art. R. 225-143), alors que ceux attribués par un plan d'option d'achat ne doivent pas excéder 10 % du capital (C.com. art. L. 225-209).
[1303] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.4, p. 25.
[1304] V. *supra*, n° 313.
[1305] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.4, p. 25 et 26.
[1306] *Ibid*.
[1307] C. com. art. L. 225-177 et L. 225-179.
[1308] Rapport de G. CARREZ du 5 juillet 2007, *op. cit.*, p. 191 ; Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 113.

quelle que soit l'évolution de la valeur de l'action[1309]. Souvent proposée par les banques[1310], cette technique réduit l'effet incitatif du système de stock-options puisqu'elle supprime l'aléa qui le fonde. Le code ne se borne pas à interdire le recours à de telles opérations ; il incite également les dirigeants à prendre l'engagement formel de ne pas y recourir[1311]. Cet engagement, qui n'existait pas dans la précédente version du code, devrait permettre de mieux en contrôler l'application.

Enfin, les codes AFEP-MEDEF et MiddleNext affirment qu'au moment du départ du dirigeant, aucune action de performance ou option sur actions ne peut lui être attribuée[1312]. L'instauration de fenêtres négatives, outre celles prévues par la loi[1313], est également recommandée par le code afin d'interdire aux dirigeants d'exercer leurs options d'actions pendant certaines périodes et, par conséquent, d'éviter le risque d'initié[1314].

344. En conséquence, le droit souple semble en avance sur la loi en la matière, même s'il évoque certains sujets déjà traités par celle-ci. Ce droit souple ne se limite d'ailleurs pas à la rémunération due en cours de mandat ; il s'étend également à celle attribuée à raison du départ du dirigeant.

c) La rémunération attribuée à l'occasion du départ du dirigeant

345. Les rémunérations qui ont suscité le plus de polémiques sont celles accordées à l'occasion du départ du dirigeant. Il s'agit plus précisément des retraites supplémentaires et des indemnités de départ et de non-concurrence. Bien qu'elle fasse l'objet d'une mesure de transparence et de contrôle très stricte au sein du droit dur[1315], la détermination de ces types de rémunération connaît de surcroît un encadrement renforcé par les différentes règles souples. La recommandation la plus importante en la matière concerne l'introduction des éléments de plafonds, alors qu'aucun dispositif de plafonnement contraignant des

---

[1309] O. ASSANT, Y. RUTSCHMANN, D. KLING, S.-A. JULIEN, R. VATINET, « Sur le régime juridique des options de souscription ou d'achats d'actions », *art. préc.*, p. 19.
[1310] M. CHAUVOT, « Les stock-options : une bonne affaire pour les banques », *Option Finance* 2001, n° 630, p. 16.
[1311] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.4, p. 25 ; Code MiddleNext, R : 5, p. 9.
[1312] *Ibid*.
[1313] V. *supra*, n° 208.
[1314] HCGE, « Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de juin 2013 », décembre 2014, p. 7.
[1315] C. com. art. L. 225-102-1 et L. 225-42-1, al. 1et 2.

rémunérations des dirigeants n'existe. Ainsi, conformément aux recommandations européennes[1316], le code AFEP-MEDEF préconise de plafonner les indemnités de départ et de non-concurrence à deux ans de rémunération et de bannir toute augmentation artificielle de la rémunération dans la période préalable au départ. Le même plafond doit être respecté lorsque les deux indemnités sont cumulées[1317]. Les recommandations de l'AFG ajoutent que lorsque la période de présence du dirigeant est inférieure à deux ans, le montant devra être fixé au prorata de la durée de présence[1318]. De la même manière, il a été proposé de plafonner les retraites chapeau[1319]. De la sorte, les droits potentiels ne devaient pas être supérieurs à 45 % du revenu de référence, et l'augmentation annuelle de ces droits, qui devait être progressive, était plafonnée à 5 % par an de la rémunération du bénéficiaire[1320]. La loi Macron a récemment prévu que les droits conditionnels bénéficiant au dirigeant ne peuvent augmenter annuellement d'un montant supérieur à 3 % de la rémunération annuelle servant au calcul de la rente versée dans le cadre de ces régimes[1321].

Le plafonnement, refusé par le législateur à plusieurs reprises[1322], apparaît donc comme une solution envisageable, et même souhaitable, en droit souple, alors qu'il est présenté en droit dur comme une atteinte portée à la liberté des sociétés et à l'attractivité du pays pour les hauts dirigeants[1323]. Si cela se justifie par le fait que les plafonds proposés ne sont pas obligatoires, une application plus large du plafonnement « souple » ne serait-elle pas envisageable dans la mesure où l'application de la solution du plafonnement à certains types de rémunération permettrait à d'autres types de se développer excessivement[1324] ? Bien entendu, demeure toute entière la question de l'opportunité d'une telle généralisation des plafonds, fut-elle placée sous les auspices du seul droit souple.

[1316] Recommandation de la commission européenne du 30 avril 2009, *op. cit.*, point 3.5, p. 30.
[1317] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 27 ; Selon l'AMF : « *Le montant cumulé des indemnités versées à un dirigeant mandataire social au titre de la cessation de son mandat social et/ou au titre de la rupture de son contrat de travail n'excède pas ce plafond de deux ans de rémunération (fixe et variable)* ». Recommandation AMF n° 2012-02, « Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF - Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF », § 2.1.5, p. 10 ; Le plafond de deux ans est également recommandé par le code MiddleNext par rapport aux indemnités de départ, R : 3, p. 6.
[1318] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 25.
[1319] *Id.*, p. 26.
[1320] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 29.
[1321] V. *supra*, n° 319.
[1322] V. *supra*, n° 316.
[1323] IGF, « Encadrement des retraites chapeau », p. 19 ; F. DANNENBERGER, « Régime spécial de conventions réglementées pour les parachutes dorées », *art. préc*, p. 8.
[1324] V. dans ce sens, H. HOVASSE, « La réforme des parachutes dorés dans la loi du 21 août 2007 », *Dr. Sociétés* 2007, n° 11, comm. 197.

346. Par ailleurs, le code AFEP-MEDEF dispose que la conclusion d'un accord de non-concurrence doit faire l'objet d'une réflexion approfondie au sein du comité des rémunérations. De plus, lors de la conclusion de cet accord, le conseil doit prévoir une stipulation l'autorisant à renoncer à sa mise en œuvre au moment du départ du dirigeant[1325]. De manière moins significative, et s'agissant du régime des retraites supplémentaires, le code AFEP-MEDEF ainsi que les recommandations de l'AFG imposent aux bénéficiaires de satisfaire des conditions d'ancienneté dans l'entreprise, d'au minimum deux ans[1326] ; le bénéfice de ce régime ne doit pas être réservé aux seuls dirigeants sociaux[1327].

347. Ces dispositions ne constituent pas les seules conditions imposées par les règles souples aux rémunérations dues à l'occasion du départ du dirigeant. D'autres sont également prévues au moment du paiement de la rémunération.

§ 2. LES RECOMMANDATIONS RELATIVES AU PAIEMENT DE LA RÉMUNÉRATION

348. Le paiement de la rémunération n'est pas automatique. Selon certaines recommandations, le dirigeant peut se voir privé d'une partie de sa rémunération même si celle-ci lui a été précédemment promise. La raison de cette exclusion du paiement peut se trouver dans l'« échec » de la société **(A)** ou dans les conditions du départ du dirigeant **(B)**.

A / L'exclusion du paiement de la rémunération en cas d'échec

349. Selon une jurisprudence établie, la rémunération qui ne se trouve pas en adéquation avec la situation économique et financière de la société peut être qualifiée d'excessive et être, par conséquent, annulée[1328]. Afin d'anticiper la sanction, le code AFEP-MEDEF prévoit qu' « *il n'est pas acceptable que des dirigeants dont l'entreprise est en situation d'échec ou qui sont eux-mêmes en situation d'échec la quittent avec des indemnités* »[1329]. Pour sa part, l'AFG affirme que « *l'échec ne doit pas être payant* »[1330].

[1325] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 28.
[1326] *Id.*, point 23.2.6, p. 28 ; AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 26.
[1327] *Ibid*.
[1328] V. *supra*. n° 66.
[1329] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 27.

De ces préconisations, il peut être compris qu'une indemnité de départ versée à un dirigeant malgré la mauvaise situation de la société constitue nécessairement une rémunération excessive. Le conseil devrait donc s'abstenir de la verser au bénéficiaire. La ligne directrice de ces recommandations semble résider dans « *l'opportune volonté de partager l'échec* »[1331]. Il peut, cependant, être reproché à cette disposition l'ambiguïté du terme « échec ». S'agit-il systématiquement de l'état de solvabilité de la société ? Dans ce cas, les dirigeants des grandes sociétés ne se verront guère appliquer cette règle puisque leurs rémunérations ne mettent qu'exceptionnellement en péril la situation de l'entreprise. Il nous semble que l'échec devrait être mesuré plus généralement à l'aune des objectifs fixés dans la stratégie globale de la société, et plus certainement du groupe. Concernant l'échec personnel du dirigeant, le code AFEP-MEDEF renvoie à l'obligation légale soumettant le versement de l'indemnité de départ à des conditions de performance[1332], et l'on peine à envisager dans quelle mesure de telles conditions pourraient être différentes des résultats objectifs de la société dirigée[1333]; par conséquent, l'échec du dirigeant ne peut vraisemblablement être autonome par rapport à celui de la société[1334].

350. L'exclusion du paiement de l'indemnité de départ en cas d'échec de la société ou de son dirigeant fait penser au dispositif dit de *clawback* appliqué aux États-Unis depuis le *Sarbanes-Oxley Act* de 2002[1335], modifié par le *Dodd-Frank Act* de 2010[1336]. Celui-ci consiste à demander aux dirigeants de rembourser les bonus et les autres rémunérations incitatives qu'ils ont reçues lorsque leur société doit réviser ses comptes en raison d'« *inconduite* »[1337]. Il peut aussi conduire à ne pas verser une fraction de la rémunération en cas de pertes

---

[1330] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 25 ; V. également, Recommandation de la commission européenne du 30 avril 2009, *op. cit.*, point 3.5, p. 30.

[1331] J.-L. MAGNIER, « Tout ce qui est excessif est insignifiant ou du bon usage des indemnités de départ », *Gaz. Pal.* 29 novembre 2008, n° 334, p. 5.

[1332] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 27.

[1333] Sur la difficulté d'estimer la performance personnelle des dirigeants, T. PIKETTY, *Le capital au XXIe siècle*, *op. cit.*, p. 527 : « *compte tenu de l'impossibilité d'estimer précisément la contribution de chacun à la production de l'entreprise considérés, il est inévitable que les décisions issues de tels processus soient en grande partie arbitraires et dépendant des rapports de force et des pouvoirs de négociations uns et des autres…* ».

[1334] C. com. art. L. 225-42-1 et L. 225-90-1, al. 2.

[1335] Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX Act), Pub. L. 107−204, 116 Stat. 745, H.R. 3763, 30 july 2002.

[1336] Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. 111–203, 124 Stat. 1376, H.R. 4173, 21 july 2010.

[1337] P.-F. DE RAVEL D'ESCLAPON, « Le dégorgement de la loi Sarbanes-Oxley », *Bull. Joly Bourse* 2012, § 33, p. 89. L'article 304 de la loi Sarbanes-Oxley dispose que : « *Si un émetteur est obligé de réviser ses comptes parce qu'en raison d'inconduite cet émetteur aura manqué significativement à ses obligations de publication d'informations financières non-mensongères, alors le directeur général (DG) (chief executive officer) et le directeur financier (DF) devront rembourser à l'émetteur : Tous les bonus, rémunérations variables incitatives, rémunérations adossées à des actions reçues de l'émetteur par cette personne durant les 12 mois qui ont suivi la publication des comptes mensongers ; Toutes les plus-values réalisées sur la vente des titres de l'émetteur au cours de cette période de 12 moi* ».

constatées dans la société dues à la mauvaise gestion du dirigeant bénéficiaire[1338]. Cette mesure permettrait de renforcer le contrôle sur les rémunérations octroyées aux dirigeants et de réduire les risques de fausse déclaration d'informations[1339].

Néanmoins, une différence primordiale existe entre la recommandation du code de gouvernement d'entreprise et le dispositif de *clawback*. En effet, ce dernier tend à récupérer des rémunérations déjà versées aux dirigeants et concerne les bonus, les rémunérations variables incitatives et les plus-values réalisées sur la vente des titres de la société. Ce dispositif est mis en œuvre lorsque la perte de la société est imputable aux décisions de gestion prises par le dirigeant. En revanche, le code AFEP-MEDEF ne vise que le parachute doré, et recommande de ne pas le verser soit parce que la société est en difficulté, soit parce que la performance du dirigeant n'est pas au rendez-vous. Le *clawback* n'est pas actuellement appliqué en France[1340], mais l'on peut s'interroger sur la possibilité de modifier le code de gouvernement d'entreprise dans l'avenir afin de l'introduire en droit français. Il semble toutefois que cela nécessiterait du temps dans la mesure où l'application du dispositif de *clawback* n'est pas sans risque et que son efficacité en matière d'encadrement des rémunérations des dirigeants n'est pas encore établie[1341]. Il doit également être rappelé que selon la jurisprudence, le conseil d'administration ou de surveillance ne peut pas redéfinir rétroactivement la rémunération des dirigeants sans l'accord de ceux-ci[1342].

351. Quoi qu'il en soit, la position actuelle des règles souples excluant le paiement de l'indemnité de départ en cas d'échec de l'entreprise ou du dirigeant semble logique et tout à fait justifiée. Il n'en demeure pas moins qu'une précision du terme « *échec* » est souhaitable, notamment au regard de la difficile détermination des conditions de performance[1343].

[1338] A.-D. MERVILLE, « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 496.
[1339] E. DE HAAN, F.-D. HODGE, T.-J. SHEVLIN, « Does voluntary adoption of a Clawback Provision improve financial reporting quality? », *Contemporary Accounting Research*, 22 avril 2012, vol. 30, p. 1027.
[1340] IFA, « Réponse de l'IFA à la consultation du gouvernement sur la rémunération des dirigeants d'entreprise », 14 septembre 2012, p. 5.
[1341] M.-A. CHEN, D. GREENE, J.-E. OWERS, « The costs and benefits of Clawback Provisions in CEO compensation », *Review of Corporate Finance Studies*, 26 novembre 2014, p. 1 : « *In a simple model of contracting, we find that clawback provisions lengthen the horizon of managerial incentives and reduce misreporting, but they also increase the riskiness of compensation and can sometimes lead to lower managerial effort and firm value* ».
[1342] Cass. com., 10 février 2009, n° 08-12564, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 110, p. 556, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2009, n° 4, comm. 74, note D. GALLOIS-COCHET ; *Rev. sociétés* 2009, p. 359, note J.-P. MATTOUT ; *D.* 2009, p. 498, obs. A. LIENHARD.
[1343] V. *supra*, n° 306.

Quand bien même ni la société, ni son dirigeant ne seraient en situation d'échec, le paiement de la rémunération pourrait être écarté en raison des circonstances et des conditions du départ du bénéficiaire.

B / L'exclusion du paiement de la rémunération en raison des conditions du départ du dirigeant

352. Au moment du départ, le dirigeant peut, selon certaines recommandations, se voir privé d'une partie de sa rémunération en raison des conditions accompagnant ce départ. S'agissant d'abord du parachute doré, les différents codes de gouvernement d'entreprise n'autorisent le versement de cette indemnité qu'en cas de départ contraint[1344]. Dans sa version de 2008, le code AFEP-MEDEF limitait les hypothèses de ce versement à deux types de départ contraint[1345] : celui lié à un changement de contrôle et celui résultant d'une nouvelle stratégie[1346]. Cette formule a été jugée restrictive puisqu'elle ne comprenait pas tous les cas de départ involontaire comme, par exemple, celui qui serait lié à une mésentente entre le dirigeant et la société[1347]. La version révisée du code a ainsi modifié cette disposition en prévoyant que le versement de l'indemnité est autorisé en cas de départ contraint « *quelle que soit la forme que revêt ce départ* »[1348]. En revanche, le versement du parachute doré doit être écarté si le dirigeant quitte la société à son initiative pour exercer de nouvelles fonctions[1349]. Il en est de même lorsque le dirigeant change de fonctions au sein d'un groupe, ou lorsqu'il peut faire valoir à brève échéance ses droits à la retraite[1350]. De la sorte, le dirigeant qui choisit de cesser volontairement ses fonctions pour mettre un terme à sa carrière, ou qui ne quitte pas la société pour partir dans un autre groupe devrait « *sauter sans parachute* »[1351]. De manière plus rigoureuse, l'Institut français des administrateurs (IFA) recommande l'exclusion du paiement de l'indemnité de départ en cas de révocation pour faute ou pour justes motifs du

---

[1344] Par exemple, Code MiddleNext, R : 3, p. 9.
[1345] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », décembre 2008, point 20.2.4, p. 28.
[1346] P. PORTIER, « Commentaires sur les recommandations du MEDEF et de l'AFEP sur les parachutes dorés », *JCP* E 2008, n° 24, 2372, p. 22.
[1347] P. LE CANNU, B. DONDERO, « Recommandations AFEP- MEDEF sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », *art. préc.*, p. 791.
[1348] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 27.
[1349] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 25.
[1350] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 27.
[1351] C. CHAMPAUD, D. DANET, « Dirigeants sociaux, Rémunérations, Recommandation MEDEF/AFEP », *RTD com*. 2009, p. 154.

dirigeant bénéficiaire[1352]. Cette dernière mesure semble sévère. Si le non-versement de l'indemnité apparaît normal en cas de départ volontaire, il n'apparaît pas injustifié que le parachute doré joue dans l'hypothèse d'un départ contraint même en raison d'un juste motif[1353].

Ensuite, le versement de l'indemnité de non-concurrence peut également être exclu malgré l'accord conclu entre le conseil et le dirigeant. En effet, outre l'obligation pour le conseil de prévoir une clause lui permettant d'écarter l'application de l'accord de non-concurrence lors du départ, une autorisation préalable de cet accord par le conseil est requise. De plus, le conseil doit se prononcer sur l'application de l'accord au moment du départ du dirigeant. Sa décision doit être rendue publique[1354]. L'exigence d'une autorisation préalable relève du premier alinéa de l'article L. 225-42-1 du Code de commerce, qui soumet l'accord de non-concurrence à la procédure des conventions réglementées. Plus intéressantes sont la décision du conseil sur le versement de l'indemnité au moment du départ, et la stipulation autorisant le renoncement à ce versement. La formulation de cette disposition est large et génère un encadrement assez lourd pour ce type de rémunération[1355]. L'on pourrait alors imaginer que le conseil aurait la possibilité de renoncer à la mise en œuvre de l'accord de non-concurrence en raison de la situation économique de la société, ou en cas de départ à la retraite du dirigeant, ou encore en raison de la faible performance de la société. Rappelons que le Code de commerce exclut expressément les engagements de non-concurrence de l'exigence de performance[1356].

Enfin, le code AFEP-MEDEF dispose que le versement de la rémunération variable pluriannuelle ne doit pas être autorisé, sauf circonstances exceptionnelles, en cas de départ du dirigeant avant l'expiration de la durée prévue pour l'appréciation des critères de performance[1357]. De même, aucun dirigeant mandataire social ne peut se voir attribuer de stock-options ou d'actions de performance au moment de son départ[1358].

353. Les dispositions non contraignantes excluant le versement de la rémunération en raison des conditions du départ renforcent effectivement l'encadrement de la rémunération

[1352] IFA, « La gouvernance des sociétés cotées : synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils », *op. cit.*, point 4.3, p. 40.
[1353] P. LE CANNU, B. DONDERO, « Les recommandations de l'IFA : une tentative de synthèse des normes de gouvernement d'entreprise », *RTDF* 2007, n° 3, p. 107.
[1354] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.5, p. 28.
[1355] B. DONDERO, « Le code AFEP-MEDEF révisé : un nouveau départ », *art. préc.*, n° 39.
[1356] C. com. art. L. 225-42-1, al. 6.
[1357] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2.3, p. 23.
[1358] *Ibid*, point 23.2.4, p. 25.

des dirigeants sociaux. Mais encore faut-il que ces préconisations soient appliquées. Selon le rapport de l'AMF de 2014, les recommandations relatives à l'exigence de limitation du versement du parachute doré en cas de départ contraint et lié à un changement de contrôle et/ou de stratégie, de même que celles concernant l'exclusion du versement de cette indemnité en cas de départ volontaire du dirigeant, font partie des recommandations les moins respectées par les sociétés[1359]. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle une interdiction contraignante du paiement du parachute doré en cas de cessation volontaire des fonctions de dirigeant a été proposée[1360].

354. L'application des règles souples relatives à l'attribution de la rémunération est susceptible d'emporter des effets importants sur le niveau et le mode de détermination de la rémunération. Le même objectif pourrait être atteint, mais de manière moins évidente, à travers des recommandations visant l'activité des mandataires sociaux et l'exercice de leurs fonctions.

SECTION -2- L'AUTORÉGULATION DE L'ACTIVITÉ DES MANDATAIRES SOCIAUX

355. La gouvernance d'entreprise peut se définir comme « *l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* »[1361]. Les recommandations de bonne gouvernance tendent à encadrer la rémunération des dirigeants non seulement par des règles matérielles, mais aussi par des règles relatives à l'activité des mandataires sociaux. Il s'agit des principes qui n'envisagent pas la gratification en tant que telle, mais visent à prescrire aux mandataires sociaux bénéficiaires, ou à ceux qui en déterminent le montant, « *les règles d'un comment agir* »[1362] de sorte à aboutir à des rémunérations consensuelles. Ces règles cherchent en général à promouvoir l'exclusivisme

[1359] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit.*, § 2.1.8, p. 15.
[1360] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 113.
[1361] G. CHARREAUX, *Le gouvernement des entreprises - Corporate Governance : théories et faits*, Paris : Economica, 1997, p. 1.
[1362] A. COURET, « La gouvernance au cœur de l'administration des entreprises. Les thèmes centraux du gouvernement d'entreprise : rémunérations, composition des organes sociaux et conflits d'intérêts, sous le regard des investisseurs », *art. préc.*, n° 43 et s.

des fonctions des dirigeants exécutifs **(§1)** et à améliorer le comportement des membres des conseils d'administration et de surveillance **(§2)**.

§ 1. PROMOTION DE L'EXCLUSIVISME DES FONCTIONS DE DIRIGEANT

356. Les textes législatifs et réglementaires peuvent permettre au dirigeant d'entreprise d'exercer simultanément plusieurs fonctions. Le cumul des fonctions exercées par le dirigeant, au sein de la même société ou dans une société extérieure, conduit naturellement à une augmentation de sa rémunération, mais ce cumul n'est pas forcément dans l'intérêt de l'entreprise. Outre le cumul des rémunérations qui en résulte, l'exercice simultané de multiples fonctions pourrait affecter la qualité du processus décisionnel de la société. Il rendrait d'ailleurs le dirigeant moins disponible pour exercer effectivement son mandat social[1363].

Les fonctions dont le cumul avec un mandat social est encadré par la loi ou par la jurisprudence sont les autres mandats sociaux et le contrat de travail. Les organisations professionnelles cherchent pourtant à établir des restrictions plus fortes que celles imposées par le droit positif et à renforcer l'exclusivisme des fonctions du dirigeant. Ils préconisent ainsi d'abaisser le nombre de mandats sociaux qu'un dirigeant exécutif peut exercer dans des sociétés extérieures **(A)**, et d'interdire le cumul du mandat social et du contrat de travail **(B)**.

A / Limitation stricte du cumul des mandats sociaux

357. Malgré une réglementation évolutive et stricte du régime du cumul des mandats sociaux **(a)**, les recommandations de bonne gouvernance tendent à accroître les restrictions en la matière **(b)**.

a) La réglementation évolutive du régime du cumul des mandats sociaux

358. La limitation du cumul des mandats sociaux concerne deux catégories de mandats : d'une part, les mandats sociaux de directeur général et de membre du directoire ou de directeur général unique ; d'autre part, les mandats d'administrateur et de membre du

[1363] P. LE CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés, op. cit.*, n° 703, p. 470.

conseil de surveillance[1364]. Sous l'empire de la loi du 24 juillet 1966, une même personne physique pouvait exercer simultanément deux mandats de président de conseil d'administration, de membre du directoire ou de directeur général unique[1365]. De même, le nombre de sièges d'administrateur ou de membre de conseil de surveillance qu'une même personne pouvait occuper en même temps en France métropolitaine était limité à huit[1366]. Cependant, aucune disposition ne recoupait ces deux types de mandat, ce qui permettait, par exemple, à un directeur général, également membre du conseil d'administration de la société qu'il dirigeait, d'appartenir à sept autres conseils d'administration.

En 1995, le rapport Viénot[1367] a recommandé aux administrateurs de ne pas accepter plus de cinq mandats, mais cette recommandation est restée lettre morte[1368]. La loi NRE de 2001 a donc restreint la possibilité de cumuler des mandats sociaux[1369] afin de s'assurer de la disponibilité des dirigeants et de renforcer leur efficacité[1370]. Désormais, nul ne peut exercer plus d'un mandat de directeur général, de membre du directoire ou de directeur général unique[1371], et cinq mandats d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance de sociétés anonymes ayant leur siège sur le territoire français[1372]. La loi a également ajouté une limitation globale fixant à cinq le nombre de mandats, toutes natures confondues, de directeur général, de membre du directoire, de directeur général unique, d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance, qu'une même personne physique peut simultanément exercer[1373].

Ces dispositions ont été jugées « *complexes et sources d'insécurité juridique* » [1374], notamment en ce qui concerne le cumul des mandats dans les groupes de sociétés. La rigueur qu'elles présentaient par rapport aux règles appliquées dans les autres pays a également été

[1364] Même si la limitation du cumul des mandats concerne des dirigeants non exécutifs, le traitement de cette situation de cumul dans ce passage apparaît inévitable dans la mesure où le président du conseil, dont la rémunération nous intéresse dans le cadre de la présente étude, est choisi parmi les administrateurs ou les membres du conseil de surveillance.
[1365] Loi du 24 juillet 1966, art. 111, 127 et 151.
[1366] Loi du 24 juillet 1966, art. 92, 136 et 151.
[1367] Rapport de M. VIÉNOT de 1995, « Le conseil d'administration des sociétés cotées », *op. cit.*, p. 21.
[1368] P. MERLE, *Droit commercial : sociétés commerciales*, *op. cit.*, p. 441.
[1369] J. DUPICHOT, « La loi « N.R.E » et le droit des sociétés », *Gaz. Pal*. 30 mai 2002, n° 150, p. 3, n° 55 ; O. DEREN, F. DUROT, « Cumul de mandats : de nouvelles contraintes pratiques pour les groupes », *DJ&F*, novembre 2001, n° 30, p. 26.
[1370] Rapport de E. BESSON du 6 avril 2000 sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques, *AN*, n° 2327, p. 174.
[1371] C. com. art. L. 225-54, al. 1.
[1372] C. com. art. L. 225-21, al. 1.
[1373] C. com. art. L. 225-94, al. 1.
[1374] N. DAMAS, « Loi NRE et cumul de mandats sociaux », *JCP* E 2001, n° 46, p. 1803.

critiquée en ce qu'elle affectait l'attractivité du système français[1375]. De plus, les limitations instaurées ne tenaient pas assez compte de la diversité des situations des entreprises[1376]. Un amendement a donc proposé de revenir à la situation antérieure à la loi NRE[1377], alors que le MEDEF et la Chambre de commerce et d'industrie de Paris ont souhaité assouplir les principes du cumul adoptés au motif que des sociétés devaient pouvoir, dans des périodes de crise, appeler des patrons en exercice à leur tête[1378].

En 2002, le législateur a décidé de modifier les textes pour les rendre plus clairs et moins stricts. La loi du 29 octobre 2002[1379] a ainsi ajouté plusieurs dérogations au régime du cumul des mandats sociaux. L'alinéa 2 de l'article L. 225-54-1 du Code de commerce dispose dorénavant qu'un deuxième mandat de directeur général, de membre du directoire ou de directeur général unique peut être exercé dans une société non cotée et/ou dans une filiale contrôlée au sens de l'article L. 233-16 du Code de commerce. De même, selon les alinéas 3 des articles L. 225-21 et L.225-77 du Code de commerce, les mandats d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance des sociétés, dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé et contrôlées par une même société, ne comptent que pour un seul mandat, à condition que le nombre de mandats détenus à ce titre n'excède pas cinq. Enfin, l'alinéa premier de l'article L. 225-94-1 du Code de commerce précise que « *l'exercice de la direction générale par un administrateur est décompté pour un seul*

[1375] J.-P. DOM, « Cumul des mandats : Et si le remède s'avérait pire que le mal ? », *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 243, p. 1095.
[1376] Rapport de P. Houillon du 25 septembre 2002, modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux, *AN*, n° 233.
[1377] AN, Amendement 13, Débats, 2e séance du 1er octobre 2002, spéc. p. 11.
[1378] S. BIENVENU, « Loi relative aux nouvelles régulations économiques et problématique du cumul des mandats sociaux (présentation du rapport Courtière adopté le 2 mai 2002 par la Chambre de commerce et d'industrie de Paris) », *JCP* E, 2002, n° 25-20, 139, p. 1017 ; D. SEUX, « NRE, plans sociaux : les attentes du patronat », *Les Échos*, 27 juin 2002, p. 13.
[1379] Loi n° 2002-1303 du 29 octobre 2002 modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux, *JORF* du 30 octobre 2002, p. 17992.

mandat »[1380]. Ces modifications ont été saluées parce qu'elles ont permis de clarifier le régime du cumul des mandats et d'assouplir les dispositions jugées trop exigeantes[1381].

La loi de sécurité financière de 2003 a encore étendu et clarifié les contours du régime du cumul de mandats issu de la loi Houillon en précisant que ne sont pas pris en compte les mandats d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance dans les sociétés qui sont contrôlées par la société dans laquelle est exercé un mandat au titre du premier alinéa de l'article L. 225-94-1 du Code de commerce[1382]. Cela confirme qu'en dépit de la limitation globale de cinq mandats, toutes natures confondues, il est possible de cumuler sans limite les postes d'administrateur et de membre du conseil de surveillance dans des sociétés cotées ou non, filiales d'une société mère dans laquelle le mandat d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance est détenu[1383].

Par ailleurs, la transparence doit être assurée à travers la publication dans le rapport annuel de gestion de la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercés dans toute société par chacun des mandataires sociaux[1384]. Les personnes qui dépasseront les limites autorisées par la loi seront réputées démissionnaires d'office soit du nouveau mandat, soit du mandat qui ne répond pas aux conditions législatives, et devront restituer les rémunérations perçues[1385].

[1380] Avant l'adoption de la loi dite « Houillon », la question de savoir si, au sein d'une même société, le président-directeur général possédait un ou deux mandats a donné lieu à des réponses différentes. Selon l'ANSA, pour le décompte des mandats, l'administrateur exerçant la fonction de directeur général exerce deux mandats et ne peut donc se voir attribuer que trois autres mandats supplémentaires (*Bull.* ANSA, juin-juillet 2001, n° 3074). En revanche, le cabinet de la Garde des Sceaux, saisi de la question, s'est livré à une analyse des travaux parlementaires et en a conclu que l'intention du législateur était de ne compter que pour un seul mandat l'exercice par un administrateur, président ou non, des fonctions de directeur général dans la même société. Rép. min. n° 67440 : *JOAN* Q 3 décembre 2001, p. 6946 ; Rép. min. no 35522 : *JO Sénat* Q, 6 décembre 2001, p. 3856.

[1381] O. DUFOUR, « Le régime du cumul des mandats sociaux revisité », *LPA* 30 octobre 2002, n° 217, p. 3 ; C. MALECKI, « Cumul des mandats : la réforme de la loi NRE », *D.* 2002 p. 3066 ; J.-P. DOM, « La Loi Houillon est promulguée : précisions et rectification », *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 270, p. 1268 ; C. MALECKI, « Cumul des mandats sociaux et cumul des dérogations : quel décompte ? », *D.* 2002, p. 3194 ; B. SAINTOURENS, « Le cumul des mandats sociaux au sein de la société anonyme après la loi du 29 octobre 2002 », *Rev. sociétés* 2003, p. 1 ; G. NOTTÉ, « Dirigeants de sociétés anonymes : cumul des mandats », *Dr. Sociétés* 2002, n° 12, chron. 14, p. 7 ; J.-P. CHAZAL, « Limitation du cumul des mandats sociaux et accumulation des interrogations », *RTD com.* 2003, p. 118.

[1382] C. com. art. L. 225-94, al. 2.

[1383] C. MALECKI, « Règles du cumul global de mandats : les précisions du projet de loi de sécurité financière », *D.* 2003, p. 1418 ; A. LIENHARD, « Loi de sécurité financière : quoi de neuf pour les sociétés ? », *D.* 2003, p. 1996.

[1384] C. com. art. L. 225-102-1, al. 4.

[1385] C. com. art. L. 225-94-1, al. 3.

359. Le régime de cumul des mandats a été récemment modifié en deux occasions. Dans un premier temps, l'ordonnance n° 2014-158 du 20 février 2014[1386] a imposé une nouvelle limitation dans les établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, autres que les sociétés de gestion de portefeuille[1387]. Le nouvel article L. 511-52 du Code monétaire et financier dispose désormais que les personnes qui assurent la direction effective de la société, les membres du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou du directoire ne peuvent exercer qu'une fonction de directeur général (ou de directeur général délégué ou de membre du directoire) et deux mandats de membre de conseil d'administration ou de surveillance ou quatre mandats de membre de conseil d'administration ou de surveillance. Ensuite, la loi Macron de 2015 a réduit à trois les mandats exercés au sein des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé et qui emploie au moins cinq mille salariés permanents dans la société et ses filiales, directes ou indirectes, dont le siège social est fixé sur le territoire français, ou au moins dix mille salariés permanents dans la société et ses filiales, directes ou indirectes, dont le siège social est fixé sur le territoire français et à l'étranger. Cette limitation ne concerne néanmoins que les mandats exercés par les dirigeants exécutifs. À l'inverse, le nouvel alinéa 3 de l'article L. 225-94-1 a apporté une dérogation à la règle de principe s'agissant des mandats exercés par un dirigeant exécutif dans une holding passive[1388]. Il est désormais prévu que, pour le calcul du seuil de cinq mandats d'administrateur, « *ne sont pas pris en compte les mandats d'administrateur ou de membre de conseil de surveillance exercés par le directeur général, les membres du directoire ou le directeur général unique des sociétés dont l'activité principale est d'acquérir et de gérer des participations, au sens de l'article L. 233-2, dans les sociétés qui constituent des participations* ».

Cette dernière limitation du cumul des mandats est intervenue sous l'influence du mouvement de gouvernance d'entreprise qui considérait que les règles du cumul n'étaient pas suffisamment strictes et recommandait déjà un durcissement du régime alors même que l'on peut s'interroger sur la réelle utilité de la restriction du cumul en matière de rémunération des dirigeants.

[1386] Ordonnance n° 2014-158 du 20 février 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière, *JORF* du 21 février 2014, n° 0044, p. 3022.
[1387] B. LECOURT, « Le gouvernement d'entreprise dans les banques : lorsque le droit des sociétés doit s'adapter au droit bancaire », *Rev. sociétés* 2014, p. 335.
[1388] A. REYGROBELLET, « Aspects de droit des affaires de la loi Macron », *JCP* N 2015, n° 63, 1157, p. 67.

b) L'utilité incertaine du durcissement du régime du cumul des mandats sociaux

360. Les devoirs des mandataires sociaux et l'organisation de leur fonction sont au centre de la réflexion sur le gouvernement d'entreprise[1389]. Les principes de bonne gouvernance ont vocation à inciter les dirigeants à se consacrer pleinement à leur fonction, ce qui justifie la volonté de limiter plus fortement le cumul des mandats sociaux[1390]. Cela n'est pourtant pas le seul objectif de la limitation du cumul. L'enjeu de cette restriction sur l'indépendance des dirigeants et, par conséquent, sur la détermination de leurs rémunérations, n'est pas négligeable.

Ce lien entre cumul des mandats et rémunération des dirigeants a été mis en avant par les différents rapports de l'Assemblée nationale qui ont proposé un encadrement contraignant et plus strict du cumul[1391]. La question réside moins dans le montant de la rémunération qui peut résulter du cumul de fonctions que dans la collusion éventuelle entre les mandataires sociaux siégeant simultanément dans plusieurs conseils. La situation est en effet simple. Un directeur général, ou un membre de directoire, d'une société A peut exercer en même temps un mandat d'administrateur, ou de membre du conseil de surveillance, dans une société B dont le directeur général est lui-même administrateur, ou membre du conseil de surveillance, dans la société A[1392]. L'on peut facilement imaginer l'influence de ce croisement des mandats sur la décision fixant la rémunération de chacun des dirigeants et l'abus qui pourrait en découler[1393]. En réalité, la multiplication des mandats « *encouragerait des stratégies collusoires entre administrateurs et dirigeants dans le souci mutuel de préserver les avantages acquis* »[1394]. La détention par un cercle restreint de personnes des postes de dirigeant et d'administrateur dans les sociétés cotées a été fortement critiquée[1395], notamment au regard du rôle important que peuvent jouer ces interconnexions d'instances dirigeantes

---

[1389] S. BIENVENU, « Loi relative aux nouvelles régulations économiques et problématique du cumul des mandats sociaux », *art. préc.*, p. 1017.

[1390] V. Rapport de E. BESSON du 6 avril 2000 sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques, *op. cit.*, p. 174 ; Rapport de M. VIÉNOT de 1995, « Le conseil d'administration des sociétés cotées », *op. cit.*, p. 21 ; AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 27 ; Recommandation de la Commission européenne nº 2005/162/CE du 15 février 2005, *op. cit.*, p. 53.

[1391] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 83 ; Rapport de P. HOUILLON du 7 juillet 2009, *op. cit.*, p. 71.

[1392] V. sur la structure des réseaux d'entreprises, V. LEMIEUX, M. OUIMET, *L'analyse structurale des réseaux sociaux*, Bruxelles : de boeck, 2004, spéc. p. 83.

[1393] Pour des exemples sur le cumul des mandats par les dirigeants des sociétés françaises, V. Rapport de P. HOUILLON du 7 juillet 2009, *op. cit.*, p. 72 ; AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit.*, § 4.2, p. 57.

[1394] J.-P. PICHARD-STANFORD, « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 4, décembre 2000, p. 143, spéc. p. 144 ; V. également, H. ALEXANDRE, M. PAQUEROT, « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, juin 2000, p. 5.

[1395] P. MERLE, *Droit commercial : sociétés commerciales*, *op. cit.*, p. 440.

dans la détermination de la rémunération[1396]. Comme l'explique un auteur, « *le manager est juge et partie dans l'attribution de son revenu, car ce sont ses pairs des conseils d'administration qui décident de la forme et du niveau de sa rétribution, comme il décide des leurs* »[1397].

361. Face à ces critiques, plusieurs mesures ont été proposées afin de durcir les règles régissant le nombre de postes de mandataire social qu'une même personne peut simultanément occuper dans des sociétés anonymes. Il est ainsi considéré de bonne pratique que lorsqu'un membre du conseil exerce des responsabilités exécutives dans une société cotée, il ne détienne pas plus de deux autres mandats dans des sociétés cotées, en dehors des filiales du groupe[1398]. Cette limite est portée à cinq pour les membres du conseil qui n'exercent pas de responsabilité exécutive. Il est préconisé que ce plafond s'applique également aux mandats détenus dans des sociétés étrangères[1399].

La nouvelle version du code AFEP-MEDEF a mis davantage en évidence les limites souhaitables à la multiplication des mandats[1400]. Il est désormais recommandé d'abaisser à deux le nombre de mandats d'administrateur qu'un dirigeant mandataire social peut exercer dans des sociétés cotées, y compris étrangères, extérieures à son groupe[1401]. En outre, le dirigeant doit recueillir l'avis du conseil avant d'accepter un nouveau mandat social dans une société cotée. En ce qui concerne l'administrateur, il convient de vérifier, au moment de la nomination ou du renouvellement du mandat d'administrateur, que celui-ci n'exerce pas plus de quatre autres mandats dans des sociétés cotées extérieures au groupe, y compris étrangères. Concernant le président dissocié, il revient au conseil de formuler des recommandations spécifiques à sa situation.

362. Les règles du droit souple ajoutent donc des restrictions aux restrictions déjà prévues par la loi en matière de cumul des mandats sociaux, ce qui pourrait répondre aux objectifs de la gouvernance d'entreprise. Cependant, certaines études empiriques ont pu mettre en cause la représentation négative que le législateur, les petits actionnaires et

---

[1396] C. ALCOUFFE, « Fondement et pratique de la rémunération des dirigeants en France », *Problèmes économiques*, n° 2.936, 5 décembre 2007, p. 5, spéc. p. 7.
[1397] T. AIMAR, *Golden Boss : Patrons ou rentiers ?*, Paris : Eyrolles, 2007, p. 70.
[1398] IFA, « La gouvernance des sociétés cotées : synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils », *op. cit.*, point 1.4.5, p. 15.
[1399] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 27.
[1400] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 19, p. 18.
[1401] Le code précise que la limite de deux autres mandats n'est pas applicable aux mandats exercés par un dirigeant mandataire social dans les filiales et participations, détenues seul ou de concert, des sociétés dont l'activité principale est d'acquérir et de gérer de telles participations.

l'opinion publique ont du cumul des mandats et des relations entre les dirigeants de différentes sociétés[1402]. Ces études, réalisées aux États-Unis et en France, analysent de manière générale la structure des réseaux des dirigeants et leur influence sur la rémunération. De la sorte, certains ne trouvent pas de lien entre les relations directes des administrateurs externes et la rémunération des dirigeants[1403], tandis que d'autres constatent que malgré la mauvaise image des réseaux en France, ceux-ci ont une incidence favorable sur la performance de la société[1404]. Il a aussi été démontré que l'influence du cumul des mandats par le dirigeant sur la part incitative de sa rémunération globale n'est pas significative[1405]. Des recherches sociologiques ont par ailleurs essayé de montrer que les dimensions sociales et stratégiques des réseaux d'administrateurs et de dirigeants contribuent à une meilleure compréhension de l'influence de ces réseaux tant sur la performance que sur certaines pratiques de gouvernance[1406]. Il n'en demeure pas moins que la portée de ces études doit être relativisée dans la mesure où elles ne portent pas sur des périodes récentes et dépendent d'éléments très variables. De plus, d'autres études ont pu, à l'inverse, démontrer l'influence des réseaux et souligner une relation importante entre le niveau de la rémunération des dirigeants et le nombre de dirigeants croisés[1407].

Les différentes études ne livrent donc pas de résultats homogènes. Ceux-ci sont en effet contradictoires et ne permettent pas de conclure de façon définitive sur l'utilité de la limitation du cumul. Il nous semble que cette dernière servirait davantage l'objectif de restauration de la confiance des investisseurs et de l'opinion publique, tandis que son

---

[1402] En 2008, une enquête a été menée par InvestorSight et l'IFA auprès de 817 actionnaires individuels dans les sociétés du CAC 40 sur le thème « Pouvoir et contre-pouvoir dans l'entreprise ». Cette enquête a montré que les actionnaires sont peu satisfaits du niveau de gouvernance d'entreprise. Ils dénoncent notamment le cumul des mandats et le manque d'indépendance des dirigeants. V. IFA, « Synthèse de l'actualité du Gouvernement d'Entreprise n°107-108 du 14/11/08 au 30/12/08 », disponible sur http://www.ifa-asso.com/_files/actualites/fichiers/actualite-119.pdf.

[1403] J.-E. CORE, R.-W. HOLTHAUSEN, D.-F. LARCKER, « Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance », *Journal of financial economics*, 1999, vol. 51, n° 3, p. 371.

[1404] H.-J. YEO, C. POCHET, A. ALCOUFFE, « CEO reciprocal interlocks in French corporations », *Journal of management and governance*, 2003, vol. 7, n° 1, p. 87; S.-P. FERRIS, M. JAGANNATHAN, A.-C. PRITCHARD, « Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments », *Journal of Finance*, juin 2003, vol. 58, n° 3, p. 1087.

[1405] A. DARDOUR, « L'influence sur la rémunération des dirigeants des liens humains entre les administrateurs des sociétés cotées : une analyse du réseau des sociétés cotées au SBF 250 », *Hal Id*, février 2010, disponible sur https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00459365.

[1406] G. CHARREAUX, « Le point sur… les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Revue Banque & Marchés*, septembre-octobre 2003, n° 66, p. 59.

[1407] K.-F. HALLOCK, « Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation », *Journal of financial and quantitative analysis*, 1997, vol. 32, n° 3, p. 331; E.-M. FICH, L.-J. WHITE, « CEO compensation and turnover: the effects of mutually interlocked boards », *Wake forest law review*, vol. 38, n° 3, 2003, p. 935; M.-H. VIGLIANO, G. BARRÉ, « L'effet de la structure du réseau du dirigeant sur sa rémunération. Le cas français », *RFG* 2010/3, n° 202, p. 97.

efficacité à contribuer à la lutte contre l'excès en matière de rémunération reste sujette à caution. Les mêmes réserves peuvent être soulevées à l'égard des recommandations visant à interdire le cumul entre mandat social et contrat de travail.

B / Interdiction définitive du cumul du mandat social avec un contrat de travail

363. Dans les sociétés anonymes, le dirigeant dispose de la faculté de cumuler sa fonction avec un contrat de travail, tout en respectant les conditions prévues par la loi et par la jurisprudence **(a)**. Pourtant, cette permissivité du droit dur est souvent remise en cause par les principes de bonne gouvernance qui s'avèrent plus rigoureuse en la matière **(b)**.

a) La permissivité du droit dur

364. Il est possible dans la pratique que le directeur général se voie attribuer un titre de directeur technique ou de secrétaire général[1408]. Ce cumul de fonctions n'est en principe pas interdit par la loi, mais deux situations doivent être distinguées. Lorsque le dirigeant est également administrateur, il ne peut disposer d'un contrat de travail que si celui-ci est antérieur à sa nomination comme administrateur et correspond à un emploi effectif et subordonné[1409]. De surcroît, le nombre des administrateurs liés à la société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction[1410]. En revanche, si le dirigeant n'est pas administrateur, la seule condition qui s'impose est celle de l'existence d'un travail effectif et subordonné. Il n'est donc pas nécessaire que le contrat soit conclu

---

[1408] V. sur la question du statut de « cadre dirigeant », A. COURET, B. DONDERO, « L'organisation du pouvoir dans les sociétés entre salariat et mandat social : la question du cadre dirigeant », *JCP* E 2012, n° 10, 1175, p. 53.

[1409] C. com. art. L. 225-22, al. 1. Cependant, la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives a assoupli cette règle dans les petites structures. Désormais, le nouvel article L. 225-21-1 du Code de commerce permet à l'administrateur de devenir salarié d'une société anonyme au conseil de laquelle il siège si la société ne dépasse pas les trois seuils suivants : un total de bilan inférieur à 43 millions d'euros ; un montant hors taxe de chiffre d'affaires n'excédant pas 50 millions d'euros ; un effectif inférieur à 250 salariés. Ces conditions s'ajoutent à celles relatives au travail effectif et au lien de subordination : M. ROUSSILLE, « Loi relative à la simplification du droit – Warsmann II : dispositions de droit des sociétés (partie II) », *Dr. Sociétés* 2012, n° 5, comm. 80, p. 22 ; A. COURET, B. DONDERO, « Le cumul d'un mandat social d'administrateur et d'un contrat de travail dans la SA : apport de la loi Warsmann II », *Gaz. Pal.* 12 mai 2012 n° 133, p. 5.

[1410] Toutefois, le deuxième alinéa de l'article L. 225-22 du Code de commerce précise que : « *les administrateurs élus par les salariés ou désignés en application de l'article L. 225-27-1, les administrateurs représentant les salariés actionnaires ou le fonds commun de placement d'entreprise en application de l'article L. 225-23 et, dans les sociétés anonymes à participation ouvrière, les représentants de la société coopérative de main-d'œuvre ne sont pas comptés pour la détermination du nombre des administrateurs liés à la société par un contrat de travail mentionné à l'alinéa précédent* ».

antérieurement à la prise de fonctions de dirigeant, mais s'il est postérieur, la procédure de conventions réglementées doit être respectée[1411].

L'exigence d'un travail effectif implique que les fonctions salariales comportent des tâches techniques nettement distinctes des fonctions sociales[1412]. Ces fonctions doivent être spécialement rémunérées[1413] et ne doivent pas avoir pour objet de faire échec à la libre révocabilité du dirigeant[1414]. Selon la jurisprudence, il n'y a pas de cumul de mandat social et de contrat de travail lorsque le contrat est fictif[1415]. La Cour de cassation considère que « *la production de bulletins de salaire et la remise d'un certificat de travail sont à elles seules insuffisantes à créer l'apparence d'un contrat de travail* »[1416]. Il incombe à celui qui invoque le caractère fictif d'en rapporter la preuve[1417].

De même, l'exercice des fonctions salariales suppose que le dirigeant soit dans un état de subordination à l'égard de la société[1418]. Ainsi, dès lors que le dirigeant n'a pas « *reçu des instructions à suivre à la lettre, ou des ordres tels qu'il n'avait plus aucune autonomie de décision dans ses fonctions* »[1419], l'existence d'un lien de subordination permettant de justifier le cumul n'est pas reconnue. Il en est de même lorsque le conseil d'administration donne à l'intéressé des pouvoirs de gestion très généraux[1420]. En revanche, la Cour de cassation a affirmé l'existence d'un contrat de travail liant le dirigeant d'une filiale à la société mère dont l'objet est le mandat social exercé dans la filiale[1421]. La cour d'appel de Paris a également pu considérer que la rupture du contrat de travail liant le mandataire social à la société mère

---

[1411] Cass. soc., 8 juillet 2009, n° 08-41589, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 216, p. 1069, note V. MAGNIER et Y. PACLOT ; *JCP* E 2009, n° 44-45, 2034, p. 31, note Y. PACLOT ; S'agissant d'une promesse d'embauche : Cass. soc., 12 juin 2012, n° 11-10135, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 481, p. 852, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2012, n° 10, comm. 161, p. 25, note M. ROUSSILLE ; *JCP* E 2012, n° 42, 1617, p. 17, note M. ROUSSILLE.

[1412] Cass. soc., 25octobre 2011, n° 10-18327, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 40, p. 74 ; F. MANSUY, « La notion d'emploi effectif et ses conséquences sur le maintien du contrat de travail des dirigeants sociaux », *Rev. sociétés* 1987, p. 4.

[1413] Cass. com., 19 juin 2001, n° 98-19382, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 276, p. 1279, note P. SCHOLER ; Cass. soc., 22 mai 1995, n° 94-41787, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 306, p. 860, note P. REIGNÉ.

[1414] Cass. soc., 31 mars 1981, n° 79-16946, *Bull. civ*., V , n° 285, p. 212.

[1415] Cass. soc., 27 juin 2012, n° 11-21643, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 361, p. 614.

[1416] Cass. soc., 27 juin 2012, n° 11-11075, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 362, p. 614.

[1417] Cass. 2e civ., 14 mars 2013, n° 12-12649, *Gaz. Pal*. 4 février 2014, n° 35, p. 19, note B. DONDERO.

[1418] C. trav. art. L. 1221-1.

[1419] Cass. 2e civ., 14 mars 2013, n° 12-12649, *Gaz. Pal*. 4 février 2014, n° 35, p. 19, note B. DONDERO ; Cass. soc., 27 juin 2012, n° 11-10954, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 363, p. 614.

[1420] Cass. soc., 18 décembre 2013, n° 12-20866, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111, p. 82 ; Cass. soc., 9 juillet 1976, n° 75-40644, *Bull. civ*., V, n° 454, p. 373.

[1421] Cass. soc., 11 mars 2003, n° 01-40813, *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 140, p. 648, note J.-P. DOM ; *D*. 2004, p. 274, obs. J.-C. HALLOUIN ; Cass. soc., 6 octobre 1993, n° 90-44561, *Rev. sociétés* 1994, p. 76, note B. PETIT ; Cass. soc., 4 mars 1997, n° 93-44805, *RTD com*. 1997, p. 650, note B. PETIT ; *Bull. Joly sociétés* 1997, p. 661, note J.-P. DOM.

n'entraîne pas nécessairement la fin de ses mandats sociaux exercés dans les filiales dès lors qu'aucun lien d'accessoire n'est établi entre le contrat de travail et le mandat[1422].

La condition de subordination semble difficilement compatible avec la fonction de dirigeant dans la mesure où elle rend le dirigeant à la fois employeur et salarié. Elle pourrait également conduire soit à caractériser une gestion de fait, notamment dans les groupes de sociétés[1423], soit à annuler le contrat de travail[1424]. Afin de protéger les salariés promus à la direction et de leur garantir le bénéfice du contrat de travail, la jurisprudence a adopté une solution fondée sur la suspension de ce contrat[1425]. Dès lors, « *en l'absence de convention contraire, le contrat de travail d'un salarié devenu mandataire social et qui a cessé d'être lié à la société par un lien de subordination est suspendu pendant le temps où il est mandataire* »[1426]. À l'issue du mandat social, le contrat de travail reprend ses effets[1427].

365. La suspension du contrat de travail ou, plus généralement, la possibilité de cumuler mandat social et contrat de travail, est dénoncée par les principes de gouvernance d'entreprise qui y voient un avantage injustifiable et une protection incompatible avec la nature de la fonction du dirigeant.

b) La rigueur du droit souple

366. La précarité des fonctions de dirigeant peut le conduire à rechercher une protection contractuelle[1428]. En concluant un contrat du travail, le dirigeant profite de la protection sociale résultant des dispositions du droit de travail qui sont plus favorables que

---

[1422] CA Paris, 24 octobre 2013, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111, p. 86, note D. PORACCHIA.
[1423] A. THEIMER, « Contrat de travail et mandat social dans les groupes de sociétés », *LPA* 3 juillet 1996, n° 80, p. 19 ; B. PETIT, « Le sort du contrat de travail des directeurs généraux », *Dr. social* 1991, p. 463.
[1424] P. LE CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, n° 794, p. 534.
[1425] B. PETIT, « La suspension du contrat de travail des dirigeants de société anonyme », *RTD com.* 1981, p. 29 ; R. VATINET, « Des hypothèses de non-cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social », *Rev. sociétés* 1999, p. 273.
[1426] Cass. com., 28 avril 2011, n° 09-69437, *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 519, p. 980 ; Cass. soc., 22 septembre 2011, n° 09-72637, *JCP* E 2011, n° 47-1839, p. 41, note C. PUIGELIER ; Cass. soc., 26 avril 2000, n° 97-44241, *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 287, p. 1165, note P. SCHOLER ; Cass. soc., 15 mars 2000, n° 98-40448, *JCP* G 2000, II, 10346, note F. PETIT ; Cass. soc., 21 juin 1994, n° 93-40362, *JCP* G 1995, II, 22370, note C. PUIGELIER ; *Bull. Joly Sociétés* 1994, § 264, p. 991 ; *RTD com.* 1995, p. 147, obs. B. PETIT et Y. REINHARD ; *Rev. sociétés* 1995, p. 59, note B. PETIT.
[1427] Cass. soc., 21 mai 2014, n° 13-16663, *Rev. sociétés* 2014, p. 494, note B. SAINTOURENS ; É. BIGET, L.-A. JULIEN, « L'interaction entre les motifs de licenciement et de révocation des dirigeants dans la pratique », *Gaz. Pal*. 12 mai 2012, n° 133, p. 1.
[1428] J.-J. CAUSSAIN, « La précarité de la fonction de mandataire social (Révocation et modes de protection) », *art. préc.*, p. 523, spéc. n° 22.

celles découlant de l'application du seul statut de dirigeant[1429]. Dès lors, le dirigeant emprunte « *à une activité les possibilités de revenus importants qu'elle offre ou qu'elle paraît offrir et à une autre, théoriquement moins lucrative, la protection qui précisément pour cette raison s'y attache* »[1430]. Le cumul de qualités peut déboucher sur des problèmes pratiques considérables[1431]. De même, l'accès du dirigeant à la législation sociale peut être considéré comme un avantage injustifiable[1432]. Selon le président du comité d'éthique du MEDEF, « *un mandataire social ne saurait à la fois se prévaloir de la précarité de son statut afin d'exiger une rémunération élevée susceptible de l'en prémunir et souhaiter bénéficier de surcroît des protections qu'accorde un contrat de travail* »[1433]. Le problème réside donc moins dans la multiplication des rémunérations que dans la possibilité pour le dirigeant de profiter à la fois des deux statuts afin de se protéger et d'augmenter ses avantages. C'est pour cette raison que les rapports Houillon de 2009[1434], et Clément et Houillon de 2013[1435], ainsi que le code de gouvernement d'entreprise demandent de mettre définitivement fin au contrat de travail qui lie le salarié à la société ou à une société du groupe lorsqu'il devient dirigeant mandataire social[1436].

L'AFEP et le MEDEF ont rappelé, dès 2008, que « *le niveau élevé des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux dans les sociétés cotées se justifie notamment par la prise de risque. Il est par conséquent incompatible avec le cumul des avantages du contrat de*

[1429] T. TAURAN, « Les règles régissant les cumuls en matière de Sécurité sociale - Cumul de diverses prestations ou cumul de prestations et d'une rémunération d'activité », *Dr. social* 2010, n° 3, p. 316 ; L. DAUXERRE, « Le cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social : un mariage d'intérêts ? », *JCP* S 2007, n° 5, 1049, p. 9. C'est plutôt du point de vue du droit du travail que les intérêts d'un contrat de travail sont les plus évidents. Du point de vue de la sécurité sociale et de la retraite complémentaire, l'existence d'un contrat de travail ne présente que peu d'intérêt dans la mesure où les mandataires sociaux sont en principe assujettis aux mêmes régimes que les travailleurs salariés : F. COLLIN, « Le droit social du dirigeant d'entreprise (La problématique du contrat de travail du dirigeant social) [1ère partie] », *Dr. Sociétés* 2005, n° 6, étude 6, p. 7.

[1430] M. DESPLANDES, « Réflexion sur le cumul d'un mandat social et d'un contrat de travail », *D.* 1982, p. 19.

[1431] C. PUIGELIER, « Le président du conseil d'administration devenant salarié et vice versa », *JCP* E 1994, n°19-20, 358, p. 245 : l'auteur explique la situation des deux présidents de conseil d'administration démissionnés ; l'un a pu profiter de la législation sociale car il était salarié avant de devenir mandataire social, alors que l'autre a vu ses demandes relatives à l'obtention de certaines créances salariales refusées, faute d'avoir la qualité de salarié ; V. également, G. AUZÉRO, note sous Cass. com., 26 février 2002, n° 98-22753, *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 156, p. 698 ; C. PUIGELIER, « Les incidences du cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social : de trop nombreuses incertitudes », *JCP E* 1992, n° 46, 188, p. 501 ; A. TURC, *Le statut social des dirigeants de sociétés*, Thèse, Lyon 3, 2014.

[1432] F. COLLIN, « Aspects pratiques de la suspension du contrat de travail lorsque le salarié devient dirigeant social », *Dr. Sociétés* 2009, n° 10, étude 13, p. 7.

[1433] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 88.

[1434] Rapport de P. HOUILLON du 7 juillet 2009, *op. cit.*, p. 74. Le rapport a formulé sa proposition comme suivant : « *Mettre un terme à l'hypocrisie entourant le statut des dirigeants de grandes entreprises : Bannir le cumul d'un contrat de travail avec un mandat social* ».

[1435] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 87.

[1436] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 22, p. 20.

travail »[1437]. Pour sa part, le code MiddleNext appelle le conseil d'administration, dans le respect de la réglementation, à apprécier l'opportunité d'autoriser ou non le cumul du contrat de travail avec un mandat social et à en exposer les raisons, de façon circonstanciée, à l'assemblée générale[1438]. Le rapport de l'Institut Montaigne propose de créer « *un vrai statut du mandataire social* »[1439], en interdisant le cumul de mandat social avec le contrat de travail, en obligeant les dirigeants à opter pour le statut de « *travailleur indépendant* »[1440] et en organisant et indemnisant dûment la rupture du contrat de travail d'un nouveau mandataire à son entrée dans le mandat. Dans le même sens, il a été recommandé de mettre en place un « *contrat de dirigeant* »[1441]. Il s'agit de prévoir un cadre contractuel unique à durée déterminée précisant les conditions de rémunération, les objectifs à atteindre, la mise en place éventuelle de clauses de non-concurrence, les modalités et conditions liées à la rupture du mandat social incluant le bénéfice d'un régime d'assurance chômage, etc.

367. En revanche, tout en constatant qu'un certain nombre de sociétés préfèrent maintenir le contrat de travail en cas de mandat social, l'AMF considère que ce maintien peut se justifier par la situation personnelle du dirigeant et son ancienneté dans l'entreprise[1442]. Elle insiste pourtant sur la nécessité que ces justifications soient données de manière claire et précise[1443]. Par ailleurs, afin d'illustrer les pratiques en la matière, l'AMF indique qu'une des sociétés composant l'échantillon examiné donne à son président-directeur général chaque année une somme de 300 000 euros en contrepartie de la perte du droit à retraite supplémentaire résultant de la renonciation à son contrat de travail[1444]. Cet exemple spécifique offre l'opportunité de s'interroger sur la possibilité que ce type de prime puisse se développer en cas d'interdiction définitive du cumul d'un mandat social avec un contrat de travail et, en conséquence, sur l'efficacité de cette interdiction.

[1437] AFEP-MEDEF, « Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », octobre 2008, point 1, p. 2.
[1438] Code MiddleNext, R : 1, p. 7.
[1439] Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p. 6 ; J.-J. UETTWILLER, « Faut-il repenser le statut du dirigeant d'entreprise ? », *JCP* E 2013, n° 16, 456, p. 796.
[1440] *Id* : « *Il s'agit là, à bien des égards, de renouer avec l'usage qui prédominait jusqu'au milieu des années soixante-dix : le mandataire n'est pas un salarié, mais une forme d'indépendant qui offre une prestation de service à la société qui le choisit (mais ne le recrute pas comme un salarié) sur la base du droit des contrats, dans le cadre du Code du commerce et pas du Code du travail* ».
[1441] J.-M. ALBIOL, « Pour un nouveau statut des dirigeants de sociétés », *Rev. Lamy. dr. aff.* 2009, n° 34, p. 57, spéc. p. 60 ; V. BOCCARA, « Pour la signature d'un véritable contrat de dirigeant. Entretien avec Chantal Giraud-van Gaver », *LPA* 16 décembre 2009, n° 250, p. 4 ; N. GOULARD, F. COLLIN, J.-P. DOM, « Une proposition de la pratique : la convention de direction », *Actes prat. ing. sociétaire,* juillet- août 2004, p. 17.
[1442] Selon le rapport annuel de l'AMF 2014, 10 sociétés de l'échantillon examiné ont un dirigeant qui cumule mandat social et contrat de travail, contre 15 sociétés en 2013. Recommandation AMF n° 2013-15 - Rapport 2013 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 10 octobre 2013, p. 8.
[1443] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit*., § 8.1, p. 99.
[1444] *Id.*, § 8. 2. 3, p. 100.

368. De manière générale, la promotion de l'exclusivisme des fonctions de dirigeant pourrait avoir une incidence sur le niveau et la détermination de sa rémunération. Les interrogations sur l'efficacité de cette démarche demeurent néanmoins nombreuses. Quoi qu'il en soit, les dirigeants exécutifs ne sont pas les seuls concernés par les préconisations encadrant leurs rémunérations. Les administrateurs et les membres du conseil de surveillance le sont également dans la mesure où ce sont eux qui fixent ces rémunérations.

§ 2. ÉVOLUTION DU COMPORTEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE SURVEILLANCE

369. Les administrateurs et les membres du conseil de surveillance sont seuls compétents pour déterminer la rémunération des dirigeants sociaux[1445]. Cependant, le conflit d'intérêts et les logiques de réseaux qui peuvent prévaloir au sein des conseils conduiraient à l'excès dans certains cas[1446]. L'on peut donc imaginer que l'amélioration du comportement des organes chargés de décider de la rémunération permettrait d'augmenter la qualité de leurs décisions et d'assurer[1447], par conséquent, une certaine objectivité et une certaine prudence dans la fixation de la rémunération des dirigeants. Afin d'atteindre cet objectif, les règles du droit souple, et notamment celles du code AFEP-MEDEF, recommandent que les membres des conseils soient plus professionnels et mieux impliqués dans la vie de la société **(A)**. Il est également nécessaire d'avoir une proportion significative d'administrateurs indépendants au sein du conseil **(B)**.

A / Des administrateurs impliqués

370. L'implication des mandataires sociaux permet de présumer d'une certaine prudence dans la gestion de la société[1448]. Afin d'impliquer davantage les administrateurs dans la vie de l'entreprise, les règles souples leur proposent de se conformer à des règles

[1445] C. com. art. L. 225-47, L. 225-63 et L. 225-53 al. 3.
[1446] Selon le guide du comité d'éthique du MEDEF, le conflit d'intérêts est caractérisé par « *le fait qu'une personne risque de perdre son indépendance intellectuelle ou son objectivité et se trouve ainsi fragilisée dans l'exercice de ses responsabilités* » : MEDEF, « Prévenir et gérer les conflits d'intérêt dans votre entreprise », 28 avril 2011, p. 5.
[1447] Sur l'efficacité du conseil d'administration et l'amélioration de la qualité des administrateurs, J.-M. MOULIN, « Des conseils à la recherche d'une meilleure efficacité », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 78, spéc. p. 84.
[1448] B. DONDERO, « La qualité d'actionnaire de l'administrateur : lien naturel ou facteur de risque pour l'indépendance du mandataire social ? (à propos de l'art. 57, I de la LME) », *RTDF* 2008, n° 3, p. 67.

déontologiques professionnelles **(a)**, ainsi que de détenir un certain nombre d'actions de la société **(b)**.

a) Implication par la déontologie

371. Le renforcement de l'implication et du professionnalisme des membres des conseils d'administration et de surveillance est considéré comme un moyen de faire évoluer la gouvernance d'entreprise[1449] et, par ricochet, d'encadrer les rémunérations excessives des dirigeants. Les recommandations de bonne gouvernance mettent en avant l'éthique des administrateurs comme élément d'appréciation de leur qualité[1450]. Selon ces recommandations, l'administrateur doit être soucieux de l'intérêt social, intègre, présent, actif et impliqué[1451]. Il doit aussi agir de bonne foi[1452], et posséder les connaissances, la capacité de jugement et l'expérience nécessaires au bon exercice de ses fonctions[1453].

Sont également proposés des principes déontologiques auxquels les administrateurs doivent se conformer[1454]. Ceux-ci ont ainsi l'obligation de s'informer, de prendre connaissance du contenu de leurs charges[1455], et de participer à toutes les séances du conseil et à toutes les réunions des comités auxquels ils appartiennent[1456]. À l'instar de l'obligation légale faite aux dirigeants[1457], les administrateurs doivent s'abstenir d'effectuer des opérations sur les titres des sociétés pour lesquelles ils disposent, de par leurs fonctions, d'informations privilégiées. Ils doivent aussi déclarer les transactions effectuées sur les titres de la société[1458]. Par ailleurs, un administrateur bien impliqué doit faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêts même potentiel. Il doit en outre s'abstenir de participer au vote de la délibération correspondante[1459]. Cette dernière recommandation est pourtant discutable, car elle conduit à empêcher un administrateur de participer à une décision dans une hypothèse qui

---

[1449] D. LEBÈGUE, *Administrateur*, mars 2014, n° 59, p. 4 ; F. BASDEVANT, A. CHARVÉRIAT, F. MONOD, *Le guide de l'administrateur de société anonyme*, 2e éd., Paris : Litec, 2004, p. 127.
[1450] L.-D. MUKA TSHIBENDE, « Les innovations du Code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Journ. sociétés*, janvier 2014, n° 115, p. 45, spéc. p. 46.
[1451] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 6.1, p. 5.
[1452] OCDE, « Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE », *op. cit.*, point VI, p. 60.
[1453] Recommandation de la Commission européenne nº 2005/162/CE du 15 février 2005, *op. cit.*, point 11.1, p. 56.
[1454] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 26.
[1455] S. SCHILLER, « Formation, information, investigation : un triptyque au service du vote éclairé de l'administrateur », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 125.
[1456] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 20, p. 19.
[1457] C. mon. fin. art. L. 465-1 et L. 621-18-2.
[1458] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 20, p. 19.
[1459] *Ibid* ; AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 26.

ne serait pas prévue par la loi. Or, l'administrateur qui ne prend pas part à un vote, le fait à ses risques et périls, et il risquerait d'engager sa responsabilité en n'empêchant pas la prise d'une décision[1460].

372. Ces préconisations apparaissent assez subjectives et leur mise en œuvre ne semble pas aisée. Mais, afin d'impliquer davantage les administrateurs et d'éviter les conflits d'intérêts, un autre principe plus objectif est également proposé : il s'agit notamment de l'obligation faite aux administrateurs des sociétés anonymes d'être actionnaires de leurs sociétés.

b) Implication par l'intérêt patrimonial

373. Après avoir été reprise par la loi du 24 juillet 1966[1461], la règle imposant aux administrateurs la détention d'un certain nombre d'actions au sein de la société a été supprimée par la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008[1462]. Celle-ci a néanmoins laissé aux statuts la possibilité d'exiger la détention d'actions par les administrateurs[1463]. Cette modification a été critiquée dès lors qu'il paraissait « *sain que les administrateurs soient ancrés dans la réalité de la société par la qualité d'actionnaire, et qu'ils ressentent, sinon dans leur chair, du moins dans leur patrimoine, les conséquences positives ou négatives de leur gestion* »[1464]. Le code AFEP-MEDEF a repris la position antérieure de la loi en recommandant que l'administrateur soit actionnaire à titre personnel et possède un nombre relativement significatif d'actions au regard des jetons de présence perçus[1465]. Le nombre minimum d'actions de chaque administrateur doit être fixé par les statuts ou par le règlement intérieur et figurer dans le rapport annuel[1466]. Les dirigeants mandataires sociaux sont aussi

---

[1460] B. DONDERO, « L'abstention est-elle le meilleur remède aux situations de conflits d'intérêts ? », *RTDF* 2011, n° 4, p. 220 ; Cass. com., 30 mars 2010, n° 08-17841, *RTD* com. 2010, p. 377, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *JCP* E 2010, II. 1416, note A. COURET.

[1461] Cette obligation existait sous l'empire du régime antérieur. Loi du 24 juillet sur les sociétés commerciales, art. 26 : « *Les administrateurs doivent être propriétaires d'un nombre d'actions déterminé par les statuts. Ces actions sont affectées en totalité à la garantie de tous les actes de la gestion, même de ceux qui seraient exclusivement personnel à l'un des administrateurs. Elles sont nominatives, inaliénables, frappées d'un timbre indiquant l'inaliénabilité, et déposées dans la caisse sociale* ».

[1462] Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, *JORF* du 5 août 2008, n° 181, p. 12471.

[1463] C. com. art. L. 225- 25 et L. 225- 72, al. 1 : « *Les statuts peuvent imposer que chaque administrateur (ou membre du conseil de surveillance) soit propriétaire d'un nombre d'actions de la société, qu'ils déterminent* ».

[1464] B. DONDERO, « La qualité d'actionnaire de l'administrateur : lien naturel ou facteur de risque pour l'indépendance du mandataire social ? (à propos de l'art. 57, I de la LME) », *art. préc.*, p. 67.

[1465] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 20, p. 19.

[1466] *Id.*, point 14, p. 11. Selon cette disposition, la société peut préciser le nombre d'actions devant être détenues dans le règlement intérieur. Elle peut ainsi s'échapper à la sanction de l'article L. 225-25 du Code de commerce

soumis à une obligation de détention d'un nombre significatif d'actions fixé périodiquement par le conseil[1467]. Rappelons qu'une telle obligation existe déjà dans la loi pour les actions issues de levée d'options ou d'actions gratuites[1468].

374. L'on peut imaginer que cette mesure ait un impact positif sur la décision fixant la rémunération des dirigeants. En effet, l'administrateur se montrerait plus prudent dans la gestion de la société si la décision prise par le conseil affectait non seulement le patrimoine social, mais également son propre patrimoine[1469]. Le code mise donc sur le comportement des administrateurs. Cependant, si le législateur a supprimé l'obligation de détention d'actions, c'est certainement par réalisme. D'une part, la modification apportée s'explique par la volonté d'assouplir la règle ancienne[1470] et d'introduire un peu de contractualisation dans la société anonyme[1471]. D'autre part, les mécanismes de contournement de l'obligation légale développés par la pratique peuvent justifier son abrogation. Il s'agit plus précisément de la pratique de location ou de prêt de consommation d'actions consistant à consentir par la société à l'un de ses organes un prêt de titres de sorte à ce que les conditions requises pour devenir administrateur soient remplies[1472]. Cette technique relativise l'intérêt de l'exigence de l'administrateur d'être actionnaire de la société[1473], la propriété n'étant finalement

---

qui prévoit que l'administrateur qui n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis sera réputé démissionnaire d'office, la sanction étant applicable uniquement lorsque le nombre d'actions est placé dans les statuts. Par ailleurs, la nouvelle formulation retenue par le code de gouvernement d'entreprise semble réduire l'information communiquée aux actionnaires et aux tiers. Cette information portait auparavant sur le nombre d'actions détenues par chacun des administrateurs. Désormais, en lisant le texte à la lettre, il résulte que c'est seulement le nombre minimum d'actions qui doivent être détenues aux termes des statuts ou du règlement intérieur qui apparaît devoir être publié. B. DONDERO, « Le code AFEP-MEDEF révisé : un nouveau départ », *art. préc.*, n° 85.

[1467] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.2 .1, p. 23 ; AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 22.

[1468] C. com. art. L. 225- 185, al. 4 : « *Le conseil d'administration ou, selon le cas, le conseil de surveillance soit décide que les options ne peuvent être levées par les intéressés avant la cessation de leurs fonctions, soit fixe la quantité des actions issues de levées d'options qu'ils sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de leurs fonctions. L'information correspondante est publiée dans le rapport mentionné à l'article L. 225-102-1* ».

[1469] B. DONDERO, « La qualité d'actionnaire de l'administrateur : lien naturel ou facteur de risque pour l'indépendance du mandataire social ? (à propos de l'art. 57, I de la LME) », *art. préc.*, p. 67 ; Institut Montagne, « Mieux gouverner l'entreprise », mars 2003, p. 63 : « *La qualité d'actionnaire, c'est-à-dire le lien de propriété avec l'entreprise, constitue souvent la meilleure des garanties face à d'éventuelles dérives managériales* ».

[1470] Rapport de J.-P. CHARIÉ du 22 mai 2008 sur le projet de loi de modernisation de l'économie, *AN*, n° 908, p. 266.

[1471] P. LE CANNU, B. DONDERO, note sous Cass. com., 7 juin 2011, n° 10-17732, *RTD com.* 2011 p. 590.

[1472] A. COURET, « Le prêt de titres consenti par une société à un futur administrateur d'une filiale », *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 100, p. 477 ; V. par exemple, CA Nancy, 24 juillet 2012, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 447, p. 792 : « *Les membres du conseil de surveillance d'une SA devenant propriétaires des actions par l'effet du prêt de consommation qui leur a été consenti satisfont ainsi à la condition statutaire leur imposant d'être propriétaires d'au moins une action et ne peuvent être regardés comme démissionnaires d'office* ».

[1473] Sur la remise en question du mécanisme de prêt d'actions, Q. URBAN, « Les prêts d'actions à des administrateurs dans la stratégie des groupes de sociétés : une pratique juridique périlleuse », *JCP* G 2000, n° 22, I, 232, p. 1003 ; J.-P. CHAZAL, « Réflexions sur le problème de la validité du prêt de consommation d'actions »,

qu'artificielle, ce qui explique la réforme de 2008. Dans tous les cas, la loi n'a pas interdit la détention d'actions par les administrateurs : elle a seulement réduit l'intensité de l'obligation en rendant facultatif ce qui était auparavant obligatoire. Par ailleurs, la loi de 2008 peut également se justifier par le fait que la détention d'actions pourrait poser un problème au moment de la cession des titres de l'administrateur dans la mesure où la qualité « *d'initié primaire* »[1474] de ce dernier lui imposera de respecter plusieurs périodes d'abstention, ce qui conduirait à restreindre les périodes d'autorisation de cession.

Dès lors, si la modification opérée par la loi de 2008 se justifie par des considérations de réalisme, comment la recommandation relative à l'administrateur-actionnaire s'explique-t-elle ? La réintroduction de l'obligation sous forme de préconisation permettrait-elle d'impliquer davantage les administrateurs dans la vie de l'entreprise et de mieux prévenir les conflits d'intérêts ? Il nous semble que ce sont moins ces raisons d'efficacité qui ont guidé la plume des rédacteurs du code de gouvernement d'entreprise que des considérations éthiques et déontologiques. D'ailleurs, l'exigence de détention d'actions favoriserait à nouveau le recours au mécanisme de prêt de consommation d'actions. Il est, en conséquence, difficilement imaginable que cette recommandation puisse contribuer à l'encadrement des rémunérations excessives des dirigeants. Cet encadrement résulterait plutôt de l'existence des administrateurs indépendants.

B / Des administrateurs indépendants

375. Les principes de la gouvernance d'entreprise préconisent d'ouvrir les conseils à des administrateurs indépendants. Cette mesure complète celle relative à la limitation du cumul des mandats, et vise, comme elle, à assurer l'objectivité des administrateurs et à éviter les conflits d'intérêts[1475], notamment en matière de rémunération des dirigeants. Plusieurs

---

RTD com. 2001, p. 147 ; F.-X. LUCAS, P. NEAU-LEDUC, « Mise à disposition d'actions à des administrateurs ou à des membres du conseil de surveillance », *Actes prat. ing. sociétaire,* novembre-décembre 1999, p. 7 ; F.-X. LUCAS, « Retour sur la notion de valeur mobilière », *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 185, p. 765. *Contra,* P. REIGNÉ, « La licéité du prêt d'actions à des administrateurs », *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 292, p. 1187 ; H. HUGUET, « Mise à disposition d'actions au profit de personnes physiques afin de leur permettre d'exercer des fonctions d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance dans les filiales non cotées d'un groupe », *Dr. Sociétés* 1999, n° 3, p. 4 ; L. GODON, « Qu'est-ce qu'un actionnaire ? L'apport en jouissance d'actions », *Rev. sociétés* 1999, p. 795.

[1474] S. SCHILLER, V. MAGNIER, I. TCHOTOURIAN *et ali*, « Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013 », *Actes prat. ing. sociétaire,* mars-avril 2014, p. 5, spéc. p. 16.

[1475] D. PORACCHIA, « Remarques à propos de l'administrateur indépendant et de l'administrateur référent », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 102.

critères ont été proposés afin de garantir l'indépendance de l'administrateur **(a)**. Celle-ci peut néanmoins être remise en question **(b)**.

a) Les critères d'indépendance de l'administrateur

376. Le concept d'administrateur indépendant est apparu aux États-Unis, puis a été introduit en France afin de limiter les pouvoirs discrétionnaires des administrateurs et des dirigeants et de renforcer l'efficience et l'efficacité des systèmes de gouvernance d'entreprise[1476]. L'administrateur indépendant est un administrateur comme un autre, mais sa qualité d'« indépendant » est censée contribuer à l'amélioration des décisions du conseil[1477]. La loi ne définit pas l'administrateur indépendant et n'y fait référence qu'à propos des comités d'audit[1478]. La définition et la détermination des critères que doit remplir cet administrateur relèvent du droit souple[1479]. Ainsi, pour l'OCDE, « *l'objectivité nécessite la présence d'un nombre suffisant d'administrateurs qui ne soient ni salariés de la société ou de sociétés affiliées, ni étroitement liés à elle ou à sa direction par des liens effectifs de nature économique, familiale ou autre* »[1480]. Selon l'AFG, pour être qualifié de « *libre d'intérêts* »[1481], l'administrateur ou le membre du conseil de surveillance ne doit pas se trouver en situation de conflit d'intérêts potentiel. Quant au code AFEP-MEDEF, il estime que l'administrateur peut être considéré comme indépendant lorsqu'il « *n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement* »[1482]. Cet administrateur ne doit pas en particulier[1483] : être salarié ou dirigeant de la société, salarié ou administrateur de sa société mère ou d'une société que celle-ci consolide ou encore l'avoir été au cours des cinq années précédentes ; être dirigeant d'une société dans laquelle la société détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un dirigeant de la société (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un

---

[1476] E. GENAIVRE, *Éthique et gouvernance d'entreprise en France : le rôle des administrateurs indépendants dans les gouvernements des firmes du CAC 40*, Paris : EPU, 2003, p. 18 et s.
[1477] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 9.2, p. 7.
[1478] C. com. art. L. 823-19, al. 2.
[1479] Pour une présentation détaillé des critères d'indépendance, É. PICHET, *Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées*, Paris : Les Éditions du Siècle, 2009, p. 111.
[1480] OCDE, « Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE », *op. cit.*, point 8. E, p. 67.
[1481] AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 17.
[1482] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 9.1, p. 7.
[1483] *Id.*, point 9.4, p. 8. Les critères d'indépendance posés par le code MiddleNext sont quasiment identiques, R : 8, p. 13.

mandat d'administrateur ; être client, fournisseur, banquier d'affaires, banquier de financement. Il ne doit pas non plus : avoir de lien familial proche avec un mandataire social ; avoir été commissaire aux comptes de l'entreprise au cours des cinq années précédentes ; être administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans. L'IFA reprend la plupart de ces critères et insiste sur l'absence des mandats croisés[1484].

377. Ces critères ont en général pour objectif d'écarter les administrateurs qui peuvent se trouver en conflit d'intérêts au sein de l'entreprise[1485]. Il est donc recommandé que les administrateurs indépendants constituent la moitié des membres du conseil dans les sociétés non contrôlées, et le tiers des membres dans les sociétés contrôlées[1486]. En raison de l'importance de la question de la rémunération des dirigeants, le code AFEP-MEDEF précise que le comité des rémunérations doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants, et être présidé par un administrateur indépendant[1487]. Une telle composition du comité des rémunérations devrait *a priori* permettre d'éviter l'excès dans la détermination de la rémunération des dirigeants sociaux. Se pose néanmoins la question de la réalité de l'indépendance de ces administrateurs.

b) La remise en question de l'indépendance de l'administrateur

378. L'introduction de l'administrateur indépendant au sein du conseil a soulevé plusieurs interrogations sur sa légitimité et son efficacité[1488]. L'exigence d'indépendance ne

---

[1484] IFA, « L'administrateur indépendant : définitions et grille d'analyse », 4 décembre 2006, point 2, p. 4 ; V. également, IFA, « Administrateurs et conflits d'intérêt », novembre 2010 ; C. MALECKI, « Structure de gouvernance de l'entreprise : critères de décisions : Les 16 bonnes pratiques de l'IFA », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 122, p. 242.

[1485] Rapport de D. BOUTON, « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », AFEP-MEDEF, 23 septembre 2002, p. 8 : « *La qualification d'administrateur indépendant n'entraîne pas de jugement de valeur. Les administrateurs indépendants n'ont pas de qualités différentes de celles des autres administrateurs, qui feraient qu'ils agiraient davantage dans l'intérêt des actionnaires. La qualification d'indépendant ne vise que la situation objective d'un administrateur qui est réputé ne pas avoir de conflits d'intérêts potentiels avec la société* ».

[1486] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 9.3, p. 7 ; AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 17 ; Dans la recommandation de la Commission européenne, la proportion des administrateurs indépendants n'est pas déterminée, mais il est simplement recommandé qu'un nombre suffisant d'administrateurs indépendants soient nommés au conseil d'administration ou de surveillance des sociétés. Recommandation de la Commission européenne n° 2005/162/CE du 15 février 2005, *op. cit.*, point 4, p. 55.

[1487] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 18.1, p. 17.

[1488] J. DELGA, « De l'inexistence juridique de l'administrateur indépendant en France aux risques encourus », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 40.

peut-elle éclipser d'autres impératifs, notamment la compétence[1489] ? Cette exigence n'est-elle pas susceptible de conduire à déresponsabiliser les autres administrateurs qui ne sont pas qualifiés d'indépendants[1490] ? Aujourd'hui, la présence de l'administrateur indépendant est devenue une réalité[1491], et la question qui nous intéresse est de savoir si cet administrateur jouit d'un degré d'indépendance lui permettant effectivement de faire face aux décisions attribuant des rémunérations excessives aux dirigeants sociaux. Les réponses en la matière sont en réalité contradictoires[1492]. Certaines estiment que les administrateurs indépendants par leurs compétences en management et en communication d'entreprise contribuent à des prises de décisions ou de positions plus objectives et réfléchies vis-à-vis des divers agents impliqués dans la gestion de la société. D'autres considèrent que ces administrateurs développent des comportements opportunistes, au point de pouvoir observer des stratégies d'enracinement chez certains d'entre eux.

379. Concrètement, l'existence des administrateurs indépendants constitue une présomption d'impartialité[1493]. Ceux-ci peuvent apporter un regard extérieur et objectif grâce à leur capacité supposée à contester les décisions de la direction[1494]. Cependant, la notion d'indépendance est très subjective[1495] et les critères retenus par les différents codes de gouvernement d'entreprise ne peuvent pas garantir l'objectivité de l'administrateur[1496]. Dans la pratique, l'indépendance n'est pas impossible[1497], mais elle paraît difficile dans le « *petit monde* »[1498] des administrateurs. Tout comme le souligne un auteur, « *la consanguinité des*

[1489] G. AMÉDÉE-MANESME, « Légitimité et professionnalisme de l'administrateur », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 48 ; Institut Montagne, « Mieux gouverner l'entreprise », mars 2003, p. 62 ; B. FRANÇOIS, « Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises (Ernst & Young, 10e éd., 17 oct. 2012) », *Rev. sociétés* 2013, p. 64.

[1490] H. MATHEZ, « En matière de gouvernance des sociétés cotées, la perfection n'est probablement pas de ce monde », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 190, p. 373.

[1491] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit.*, § 1.1.11, p. 9.

[1492] Pour une présentation des différentes théories en matière d'administrateur indépendant : E. GENAIVRE, *Éthique et gouvernance d'entreprise en France : le rôle des administrateurs indépendants dans les gouvernements des firmes du CAC 40*, *op. cit.*, p. 251 et s.

[1493] P. BISSARA, « Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement de l'entreprise », *Rev. sociétés* 1998, p. 5, spéc. p. 15.

[1494] A. VIANDIER, « L'administrateur indépendant des sociétés cotées », *RJDA* 6/2008, p. 599, spéc. p. 600 ; B. BOULOC, « La place de l'administrateur indépendant dans une société cotée », *in* V. MAGNIER (dir.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 103.

[1495] J.-F. BARBIÈRI, « Les « comités spécialisés » : quelques interrogations pratiques », *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 2, p. 116.

[1496] J. DELGA, « L'administrateur indépendant : un personnage juridiquement contestable ! », *Actes prat. ing. sociétaire*, juillet-août 2007, p. 26, spéc. p. 28.

[1497] E. SCHOLASTIQUE, « L'administrateur indépendant, quelle indépendance ? », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 34, spéc. p. 36 : « *L'indépendance est possible même si des progrès restent à faire, qui passent sans doute par la création d'une véritable profession, coiffée par une autorité chargée d'une fonction disciplinaire* ».

[1498] T. AIMAR, *Golden Boss : Patrons ou rentiers ?*, *op. cit.*, p. 64.

conseils d'administration des sociétés cotées est importante en France »[1499]. En effet, en raison de l'homogénéité des formations et des parcours professionnels, des liens forts se nouent entre les administrateurs[1500]. Les administrateurs indépendants sont souvent cooptés par le président du conseil[1501], alors même qu'en droit, les administrateurs sont censés être désignés par l'assemblée générale des actionnaires[1502]. Ces liens, renforcés par la réciprocité des mandats, contribuent à « *faire perdre à un administrateur indépendant l'essentiel, à savoir son indépendance d'esprit* »[1503], même s'il n'est ni salarié, ni client, ni actionnaire de la société[1504]. En d'autres termes, un administrateur juridiquement indépendant peut être dépendant sur le plan de la personnalité et du comportement[1505]. Une étude réalisée en 2015 a examiné si les administrateurs dits « indépendants » des cinquante plus grandes sociétés cotées européennes méritaient effectivement ce qualificatif[1506]. Elle a démontré que 44 % des administrateurs « indépendants » présentaient au moins un lien avec l'un de leurs dirigeants. Ceux-ci ne sont, selon l'étude, pas « *indépendants* » mais « *socialement dépendants* »[1507].

De la même manière, il est possible de se demander si l'administrateur peut demeurer véritablement indépendant lorsque son mandat est renouvelé plusieurs fois au sein de la même société et du même conseil d'administration[1508]. Ce manque d'indépendance pourrait, comme

---

[1499] A. GAUDEMET, « L'exercice du pouvoir dans les sociétés en France », *in Le pouvoir dans les sociétés*, Travaux de l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome LXII, Bruxelles : Bruylant, 2012, p. 343, spéc. 365.

[1500] C. ALCOUFFE, « Fondement et pratique de la rémunération des dirigeants en France », *art. préc.*, p. 7.

[1501] J. DELGA, « L'administrateur indépendant en France : un mythe ? », *JCP* E 2004, n° 5, 150, p. 166. Selon l'auteur, la pratique de cooptation suppose une certaine connivence implicite ou explicite avec les associés majoritaires qui élisent les administrateurs pressentis par le président.

[1502] C. com. art. L. 225-18.

[1503] V. MAGNIER, « Qu'est-ce qu'un administrateur « prudent et diligent » ? », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 7, p. 75.

[1504] Selon l'étude réalisée par le cabinet Spencer Stuart en 2014, « *l'application des critères, tels qu'ils sont définis dans le code Afep-Medef, ne répond pas de façon adaptée à la question […]. Cette notion d'indépendance reste néanmoins tout à fait relative car aujourd'hui elle n'est déterminée que sur la base de critères juridiques (absence d'intérêts ou de conflits d'intérêts) alors que notre expérience dans l'évaluation des conseils nous a appris que l'indépendance est avant tout une question d'état d'esprit et de personnalité* », Spencer Stuart, « France Board Index », 19e éd., septembre 2014, p. 13.

[1505] B. RICHARD, « Enjeux et appréciations de l'indépendance des administrateurs », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 46.

[1506] SONEAN, « The social dependence of independent directors in Europe's largest companies », février 2015, http://www.sonean.com/uploads/media/20744_SONEAN_Whitepaper_Feb_2015_en_final_Web_01.pdf.

[1507] L'étude a distingué quatre types de liens sociaux : dans le premier se trouvent les « bons amis » (*good old friends*), le dirigeant désigne l'une de ses connaissances comme administrateur indépendant ; dans le deuxième, la dirigeant fait nommer des personnes qui sont, par exemple, issus de la même université ou ont exercé le même métier ou encore proviennent de la même institution ; dans le troisième, se trouve les administrateurs ayant occupé antérieurement des fonctions dans une administration ou une autorité de régulation (*revolving door*) ; dans le quatrième, il s'agit des mandats croisés où l'administrateur indépendant et le dirigeant font également partie d'un autre conseil. B. FRANÇOIS, « Rapport sur les administrateurs indépendants », *Rev. sociétés* 2015, p. 265.

[1508] D. LAMÈTHE, « Les paradoxes des administrateurs indépendants », *D.* 2010, p. 508, spéc. n° 6.

nous l'avons précédemment expliqué en matière de cumul des mandats, influencer la décision déterminant la rémunération des dirigeants. L'affaire Vinci en témoigne[1509]. Dans cette affaire, dont l'espèce a déjà été évoquée[1510], le président directeur-général de la société Vinci a usé de son statut et de l'influence qui en découlait pour mettre en place un comité des rémunérations qu'il savait acquis à ses vœux. Il a ainsi profité de l'absence d'indépendance des membres du nouveau comité pour obtenir le mode de rémunération qu'il souhaitait. La Cour de cassation a condamné le dirigeant du chef d'abus de pouvoirs notamment en raison de son immixtion « *dans un domaine où il se devait de protéger la qualité des travaux et l'indépendance des membres du conseil d'administration* »[1511].

380. Par ailleurs, si les sociétés cotées respectent les recommandations de la gouvernance d'entreprise en intégrant au sein de leurs conseils des administrateurs indépendants, certaines d'entre elles ne respectent pas la proportion proposée de membres indépendants, alors que d'autres qualifient leurs administrateurs d'indépendants sans justification, ou en excluant l'application de certains critères d'indépendance[1512]. Le code AFEP-MEDEF lui-même permet cette exclusion en prévoyant que le conseil peut estimer qu'un administrateur est indépendant même s'il ne remplit pas les critères proposés[1513]. Une récente étude menée en Europe continentale, au Brésil, en Chine, au Japon, en Inde et en Russie a relevé que sur les points importants relatifs à la nomination des dirigeants, à la détermination de leurs rémunérations, et aux conventions entre parties liées, le rôle joué par l'administrateur indépendant est modeste. Celui-ci est principalement nommé dans l'objectif de satisfaire la préférence des investisseurs pour le modèle anglo-saxon de gouvernance d'entreprise[1514].

381. Pour conclure, l'exigence de la présence des administrateurs indépendants au sein des conseils et des comités apparaît comme un moyen nécessaire à la confiance des

---

[1509] Cass. crim., 16 mai 2012, n° 11-85150, *Rev. sociétés* 2012, p. 697, note P. LE CANNU ; *AJ Pénal* 2012, p. 540, note B. BOULOC ; *Gaz. Pal*. 28 juin 2012, n° 180, p. 7, note R. MÉSA ; *Bull. Joly Sociétés 2012*, p. 579, § 306, note B. DONDERO ; *JCP* E 2012, 1396, note C. DUCOULOUX-FAVARD.
[1510] V. *supra*, n° 168.
[1511] Avis de l'avocat général Xavier Salvat sur Cass. crim., 16 mai 2012, n° 11-85150, *Bull. Joly Sociétés* 2012, p. 579, § 306.
[1512] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit*., § 1.1.11, p. 9 et s.
[1513] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 9.3, p. 8.
[1514] G.-A, FERRARINI, M. FILIPPELLI, « Independent directors and controlling shareholders around the world », *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, Law Working Paper n° 258/2014, 30 mai 2014, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2443786.

actionnaires[1515] et s'avère utile pour développer l'« *image d'une meilleure transparence* »[1516]. Elle reflète ainsi le « *caractère marketing* »[1517] de la gouvernance d'entreprise. Son efficacité en matière de rémunération des dirigeants semble toutefois relative.

[1515] D. PORACCHIA, « Remarques à propos de l'administrateur indépendant et de l'administrateur référent », *art. préc.*, p. 102.
[1516] D. LAMÈTHE, « Les paradoxes des administrateurs indépendants », *art. préc.*, spéc. n° 9.
[1517] J. DELGA, « L'administrateur indépendant n'existe pas : « Dangers ». «Une référence inappropriée au système anglo-saxon » », *D.* 2002 p. 2858 ; J. DELGA, « L'administrateur indépendant : un personnage juridiquement contestable ! », *art. préc.*, p. 26.

CONCLUSION DU CHAPITRE 1

382. Les règles du droit souple de la rémunération des dirigeants s'adressent en premier lieu aux mandataires sociaux, à savoir à ceux qui perçoivent la rémunération et qui en fixent le montant. L'autorégulation de ces mandataires constitue une partie importante des règles souples ambitionnant d'encadrer la rémunération. Toutes les règles n'ont pourtant pas le même impact.

Pour ce qui concerne les règles matérielles, il peut être espéré que leur application par les sociétés permettrait de prévenir l'excès dans la mesure où ces principes complètent, interprètent et précisent les dispositions légales en matière de rémunération des dirigeants sociaux. Cependant, le droit souple ne s'avère pas toujours « *pilote, il est parfois simple suiveur* »[1518], et certaines de ses règles ne sont que les redites des obligations prévues par le droit dur. Quant aux règles relatives à l'activité des mandataires sociaux, leur influence apparaît encore moins évidente. Malgré une volonté affichée d'encadrer les rémunérations des dirigeants par ces règles, il semble que leur rédaction soit guidée davantage par des considérations d'éthique que par des considérations d'efficacité. Cela conduit à s'interroger sur l'effectivité du droit souple et sur la place de la gouvernance d'entreprise, *« entre réalités et faux-semblants* »[1519].

383. Quoi qu'il en soit, les mandataires sociaux ne sont plus aujourd'hui les seuls destinataires des recommandations de bonne gouvernance. Celles-ci s'adressent également aux actionnaires qui sont désormais appelés à être davantage impliqués dans la procédure de détermination de la rémunération des dirigeants.

[1518] P. DEUMIER, « La réception du droit souple par l'ordre juridique », *art. préc.*, p. 100.
[1519] Y. CHAPUT, « Le monde idéal : les principes de la gouvernance d'entreprise », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 25.

CHAPITRE -2-

LA RÉGULATION PAR L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DES ACTIONNAIRES

384. « *Si l'on veut traiter efficacement les problèmes de structures d'incitation abusives et distordues, il faut réformer la gouvernance des entreprises pour que ceux qui les gèrent aient davantage de comptes à rendre à ceux qui les possèdent* »[1520].

La direction de l'entreprise est souvent assimilée au gouvernement d'une nation où le peuple, constitué des actionnaires participe à la prise de décision à travers ses représentants[1521]. L'assemblée générale constitue ainsi « *le forum de base de la démocratie* »[1522]. Cette logique de démocratie représentative est appliquée en matière de détermination de la rémunération des dirigeants dans la mesure où les membres des conseils sont élus par les actionnaires[1523] et sont seuls compétents pour fixer le montant de cette rémunération[1524]. Toutefois, en raison des conflits d'intérêts qui opposent, selon l'expression d'un auteur, « *les propriétaires et la technostructure* »[1525], la décision du conseil peut ne pas être la véritable expression de la volonté des actionnaires ou, plus généralement, de l'intérêt social. Des rémunérations abusives pourraient, en conséquence, être attribuées aux dirigeants. Dès lors, la procédure de détermination de la rémunération reposant sur une politique de démocratie représentative a été dénoncée, et de nombreuses voix se sont élevées pour demander la mise en œuvre d'une démocratie directe[1526]. Ce renforcement du pouvoir des actionnaires constitue l'un des objectifs de la gouvernance d'entreprise[1527]. Celle-ci se base en

---

[1520] J.-E. STIGLITZ, *Le triomphe de la cupidité*, New York : Babel, 2010, p. 289.
[1521] P. CABANEL, J.-M. FEVRIER, *Questions de démocratie*, Toulouse : Presses Universitaires Mirail-Toulouse, 2000, p. 359.
[1522] J. PEYRELEVADE, *Le gouvernement d'entreprise, ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Paris : Economica, 1999, p. 1.
[1523] C. com. art. L. 225-18 et L. 225-75.
[1524] C. com. art. L. 225-177 et L. 225-197-1.
[1525] J.-K. GALBARITH, *Le nouvel État industriel*, 3e éd., Saint-Amand : Gallimard, 1989, p. 2. L'auteur explique que dans les grandes sociétés anonymes, et du fait du conflit d'intérêts « *le pouvoir échappe aux propriétaires, c'est-à-dire aux capitalistes, pour passer aux mains de l'appareil bureaucratique, [c'est-à-dire] la technostructure* ». Cela a comme conséquence « *la prodigalité […] qui réside aux rémunérations des dirigeants de haut niveau* ».
[1526] N. CUZACQ, « Plaidoyer en faveur de l'avènement de la démocratie actionnariale en matière de fixation de la rémunération des dirigeants des sociétés anonymes », *LPA* 3 avril 2012, n° 67, p. 10.
[1527] J.-J. CAUSSAIN, *Le gouvernement d'entreprise : le pouvoir rendu aux actionnaires*, Paris : Chambre de commerce et d'industrie de Paris, 2005, p. 129 ; Il est intéressant à cet égard de comparer le mouvement visant à renforcer les pouvoirs des actionnaires avec la tendance protectionniste du début du XXe siècle qui préférait

effet sur « *des systèmes d'administration et de contrôle des firmes. À cet égard, il appartient aux actionnaires de mettre en place des mécanismes de contrôle et d'évaluation visant à prévenir ou du moins limiter les risques de comportements opportunistes des dirigeants* »[1528].

385. Aux termes du Code de commerce, le rôle des actionnaires en matière de rémunération se limite à l'autorisation d'attribution des stock-options et des actions gratuites[1529]. Les indemnités liées au départ des dirigeants ou au changement de leurs fonctions font aussi l'objet d'une approbation *a posteriori* par l'assemblée générale[1530]. Les actionnaires sont donc invités à être plus impliqués dans la procédure de fixation de la rémunération des dirigeants afin de prévenir et de corriger les excès en la matière. Dès lors, les règles de bonne gouvernance préconisent d'appliquer le principe de « *say on pay* » consistant en l'octroi d'un droit de vote aux actionnaires sur la politique et/ou les différents éléments de rémunération des dirigeants sociaux[1531]. Ce principe est censé lutter contre les rémunérations excessives et améliorer le dialogue entre les actionnaires et les dirigeants ; il se fonde sur l'idée largement répandue selon laquelle soumettre les rémunérations au vote de l'assemblée générale assure un meilleur contrôle de leur montant[1532].

Plusieurs pays à travers le monde ont introduit le *say on pay* dans leur droit national. Néanmoins, les modalités d'application de cette règle diffèrent d'un pays à l'autre **(Section 1)**. En France, le vote de l'assemblée générale sur les rémunérations relève de l'autorégulation[1533], alors qu'un mouvement international plutôt favorable à l'instauration d'un vote contraignant des actionnaires peut être constaté. Certaines critiques relatives à l'impact de ce vote en matière de rémunération des dirigeants, ainsi qu'à l'influence croissante des agences de conseil en exercice de droits de vote pourraient cependant relativiser l'intérêt du changement de l'actuel dispositif de *say on pay* **(Section 2)**.

---

garder le pouvoir entre les mains de ceux qui pouvaient pleinement l'exercer. V. par exemple, A. PERCEROU, *Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions, Allemagne, Angleterre, Italie : étudiés spécialement en vue d'une réforme éventuelle du droit français*, Paris : Rousseau, 1932, p. 418 : « *Pourquoi maintenir cette prérogative, le pouvoir de vote, à des actionnaires sensiblement incapables de s'en servir ; alors d'ailleurs que ce régime présente pour eux et pour la société des inconvénients graves ? La conception qui fait du droit de vote un des droits essentiels de l'actionnaire ne tient pas devant les faits puisqu'il paraît établi que l'actionnaire n'est pas en général un associé capable d'apprécier avec discernement la gestion des affaires sociales, ni de choisir utilement les administrateurs ?* ».

[1528] F. PARRAT, *Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer*, Paris : Maxima, 1999, p. 9.

[1529] C. com. art. L. 225-47, L. 225-53 et L. 225-63.

[1530] C. com. art. L. 225-42-1et L. 225-90-1.

[1531] P.-H. CONAC, « Le contrôle de la rémunération (Say on Pay) », *Rev. sociétés* 2013, p. 400.

[1532] V. MAGNIER, « Le nouveau code de gouvernement d'entreprise des sociétés est arrivé ! », *Actes prat. ing. sociétaire*, septembre-octobre 2013, p. 1.

[1533] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 24.3, p. 31 ; AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », p. 23.

SECTION -1- MODALITÉS DU *SAY ON PAY*

386. Le *say on pay* est un terme générique pouvant recouvrir des modalités diverses eu égard aux modalités de vote en assemblée générale[1534]. Ce vote est susceptible de relever du droit dur ou du droit souple ; il peut être contraignant ou simplement consultatif ; il peut être pluriannuel, annuel, ou même semestriel. De même, le vote peut relever d'un contrôle *ex post* portant sur tous les éléments de rémunération des dirigeants ; mais il peut aussi relever d'un contrôle *ex ante* et ne concerner que la politique de rémunération, et non les montants alloués. Les impacts éventuels du résultat du vote sont aussi susceptibles de changer selon la forme choisie.

En France, le choix a été laissé aux acteurs du droit souple de déterminer les modalités du vote de l'assemblée générale. Ceux-ci ont ainsi décidé d'acclimater un *say on pay* « *à la française* »[1535] **(§1)**. La comparaison avec les modalités de mise en application de ce principe dans les autres pays l'ayant adopté permet d'évaluer l'efficience du dispositif français et de proposer de nouvelles pistes de réflexion visant à l'améliorer **(§2)**.

§ 1. LE DISPOSITIF DE *SAY ON PAY* EN FRANCE

387. *Soft law* ou *hard law*? Quelle voie faut-il envisager pour introduire le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants ? Telle est la première question à laquelle le gouvernement devait répondre avant de déterminer la forme qu'il convient d'associer à ce vote. Après quelques hésitations, la voie de l'autorégulation a été privilégiée **(A)**. Un vote consultatif *ex post* des actionnaires sur la rémunération individuelle des dirigeants a donc été recommandé par le code AFEP-MEDEF **(B)**.

[1534] IFA, « Say on pay : comparaison internationale et bonnes pratiques », *Les travaux de l'IFA*, novembre 2013, p. 1.
[1535] C. DE WATRIGANT, « Un say on pay à la française est-il envisageable ? », *Actes prat. ing. sociétaire*, novembre-décembre 2009, p. 1.

A / Un *say on pay* volontaire

388. Plusieurs propositions ont été formulées en faveur d'une loi reconnaissant à l'assemblée des actionnaires un droit de vote sur les rémunérations des dirigeants **(a)**, avant que les pouvoirs publics n'abandonnent la question au profit d'une régulation souple **(b)**.

a) Une intervention législative attendue

389. Le renforcement de l'information des actionnaires sur la rémunération des dirigeants et l'amélioration de l'exercice de leurs droits de vote sont des points très importants de la gouvernance d'entreprise[1536]. Dès 2004, l'OCDE a recommandé que les actionnaires puissent faire entendre leur opinion sur la politique de rémunération[1537]. Cette position a été confirmée à la suite de la crise financière de 2008[1538].

Les instances européennes se sont aussi intéressées à la question. Dans le cadre de son plan d'action en droit des sociétés de 2003[1539], la Commission européenne a publié une recommandation sur la rémunération des dirigeants[1540]. Cette recommandation avait pour objectif principal de renforcer la transparence et le contrôle des actionnaires sur la rémunération. Il a notamment été préconisé que la politique de rémunération des dirigeants soit soumise au vote de l'assemblée générale annuelle des actionnaires[1541]. En 2009, le Forum européen du gouvernement d'entreprise[1542] a recommandé un vote contraignant ou consultatif

---

[1536] I. TCHOTOURIAN, « Modernisation du droit européen des sociétés : transparence, engagement et croissance comme objectifs », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 61, p. 106.

[1537] OCDE, « Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE », *op. cit.*, p. 35 ; OCDE, « Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de OCDE », *op. cit.*, p. 25.

[1538] OCDE, « Gouvernement d'entreprise et crise financière : conclusions principales et messages clés », Publication de l'OCDE, juin 2009, p. 23 ; OCDE, « Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles », Publication de l'OCDE, 24 février 2010, p. 12 : « *In order to increase awareness and attention, it can be considered good practice that remuneration policies and implementation measures are submitted to the annual meeting and that there are procedures that enable shareholders to express their opinions* ».

[1539] G. GOFFAUX-CALLEBAUT, « Le plan d'action de la Commission européenne en droit des sociétés : une approche française », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 213, p. 997 ; B. LECOURT, « L'avenir du droit français des sociétés : que peut-on encore attendre du législateur européen ? », *art. préc.*, p. 223.

[1540] Recommandation de la Commission européenne n° 2004/913/CE du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *JOUE* du 29 décembre 2004, n° L 385, p. 55.

[1541] *Id.*, point 6.1, p. 6 : « *Les actionnaires, en particulier les actionnaires institutionnels, devraient être encouragés à prendre part aux assemblées générales, le cas échéant, et à faire un usage avisé de leur vote concernant la rémunération des administrateurs* ».

[1542] La Commission européenne a créé le Forum européen du gouvernement d'entreprise en 2004 en vue d'examiner les meilleures pratiques dans les États membres, d'encourager la convergence des codes nationaux de gouvernement d'entreprise et de conseiller la Commission. Décision de la Commission européenne

des actionnaires sur la politique de rémunération et une plus grande indépendance des administrateurs qui interviennent dans la détermination de cette politique[1543]. La Commission européenne a mené une consultation sur ce sujet dans son livre vert de 2011[1544]. Une faible majorité des réponses s'est montrée favorable au vote des actionnaires, tout en précisant que ce vote devrait être consultatif[1545]. La question de l'instauration d'un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants a été à nouveau introduite dans le plan d'action de 2012 de la Commission[1546]. Celle-ci est allée plus loin et a formulé, deux ans plus tard, une proposition visant à modifier la directive de 2007 sur les droits des actionnaires[1547] et à introduire un vote obligatoire par les actionnaires sur la politique de rémunération de l'entreprise et sur le rapport consacré aux rémunérations[1548]. Cette proposition a été récemment adoptée par la commission des affaires juridiques du Parlement européen[1549], mais elle n'a pas encore été approuvée par le Conseil de l'Union européenne.

390. Parallèlement à ces appels internationaux et communautaires, des déclarations gouvernementales ont affirmé la volonté de présenter un projet de loi en France permettant de moraliser et d'encadrer la rémunération des dirigeants[1550]. Une intervention législative en faveur de l'introduction du *say on pay* était donc attendue[1551]. En août 2012, la direction

---

n° 2004/706/CE du 15 octobre 2004 instituant le forum européen du gouvernement d'entreprise, *JOUE* du 22 octobre 2004, nº L 321, p. 53.

[1543] I. TCHOTOURIAN, « Définition des meilleures pratiques concernant la rémunération des dirigeants sociaux par le Forum européen », *D*. 2009, p. 1076.

[1544] Livre vert de la Commission européenne, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », 2011, p. 11.

[1545] C. MALECKI, « La synthèse des réponses du Livre Vert « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE » : la *soft law* et la *self-regulation* plébiscitées », *Bull. Joly Sociétés* 2012, §71, p. 94.

[1546] Plan d'action de la Commission européenne, « 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 740 final, 12 décembre 2012, p. 9.

[1547] Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JOUE* du11 juillet 2007, n° L 184.

[1548] Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil du 9 avril 2014 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, art. 9 bis et 9 ter, p. 24 et s.

[1549] Communiqué de presse de la Commission des affaires juridiques, « Les actionnaires devraient davantage avoir leur mot à dire sur la rémunération des directeurs », 7 mai 2015, disponible sur http://www.europarl.europa.eu/news/fr/news-room/content/20150504IPR49621/html/Permettre-auxactionnaires-de-se-prononcer-sur-la-r%C3%A9mun%C3%A9ration-des-directeurs.

[1550] Le Conseil des ministres a fait de l'encadrement des rémunérations des dirigeants sociaux l'un des points de son programme de travail : « *Au-delà des entreprises publiques, des mesures seront prises pour encadrer les modalités de rémunération des dirigeants mandataires sociaux qui ont donné lieu aux excès les plus choquants et pour renforcer la gouvernance et le contrôle en matière de rémunérations. Après une phase de concertation, le Gouvernement présentera à l'automne un projet de loi permettant d'interdire ou d'encadrer certaines pratiques et de rénover la gouvernance des entreprises privées afin de renforcer le contrôle exercé sur les rémunérations* ». Compte rendu du Conseil des ministres, 13 juin 2012, disponible sur http://www.elysee.fr/conseils-des-ministres/article/compte-rendu-du-conseil-des-ministres-du-mercredi-13-juin-201/.

[1551] D. DERMERGUERIAN, C. DELAPORTE, « Vers un projet d'introduction du say on pay en France », *Option Finance* 2013, n° 1217, p. 38.

générale du Trésor a lancé une consultation publique sur la rémunération des dirigeants d'entreprises[1552]. Cette consultation a été suivie par le rapport Clément-Houillon qui a proposé de modifier la loi pour reconnaître à l'assemblée générale des actionnaires un droit de vote sur les rémunérations[1553].

Pour sa part, l'AMF s'est déclarée favorable « *à ce que soit envisagé un vote consultatif des actionnaires sur la politique de rémunération des dirigeants mandataires sociaux* »[1554]. De plus, une société a décidé d'appliquer le *say on pay* par anticipation et a soumis les modalités de fixation de rémunérations de deux de ses dirigeants au vote de l'assemblée générale avant même que le gouvernement ne se prononce sur le projet de loi[1555]. Il ne paraissait donc plus faire de doute que le *say on pay* allait être introduit en droit français.

b) Une autorégulation préférée à la loi

391. Malgré la multiplicité des propositions qui ont invité à une modification législative renforçant le rôle de l'assemblée générale dans la fixation de la rémunération des dirigeants sociaux, le ministre de l'Économie et des Finances a annoncé, en mai 2013, que le projet de loi serait abandonné[1556]. En réalité, ce n'est pas la première fois que le législateur ou le gouvernement refusent de mettre en place une loi reconnaissant aux actionnaires la possibilité de voter sur la rémunération. L'Assemblée nationale avait déjà écarté une proposition de loi qui visait à modifier les compétences respectives des conseils d'administration et de surveillance ainsi que celles des assemblées générales d'actionnaires des sociétés anonymes afin de transférer à ces assemblées générales le pouvoir de fixer les rémunérations octroyées aux dirigeants sociaux[1557]. Le rejet a été principalement justifié par l'argument selon lequel « *la souveraineté de l'assemblée générale déresponsabiliserait le*

[1552] B. FRANÇOIS, « Consultation sur la rémunération des dirigeants d'entreprise », *art. préc.*, p. 598.
[1553] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 104.
[1554] Recommandation AMF n° 2012-14 - Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 11 octobre 2012, § 3.3.2, p. 32 ; B. FRANÇOIS, « Recommandation n° 2012-14 - Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2013, p. 66.
[1555] S. BRIAND, « Publicis : le plaidoyer de Maurice Lévy pour le "say on pay" », *Challenges*, 30 mai 2013, disponible sur http://www.challenges.fr/entreprise/20130530.CHA0178/publicis-le-plaidoyer-de-maurice-levy-pour-le-say-on-pay.html.
[1556] X. DELPECH, « Rémunération des dirigeants : abandon de la voie législative », *D.* 2013, p. 1347 ; B. DONDERO, « Après tout, faites comme bon vous semble… », *art. préc.*, p. 3.
[1557] Proposition de loi déposée par François SAUVADET, Charles DE COURSON et les membres du groupe Nouveau Centre le 13 mai 2009, visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes, *AN*, n° 1671.

conseil d'administration ou de surveillance, notamment au regard de la notion d'intérêt général de l'entreprise auquel les rémunérations doivent correspondre »[1558].

392. Néanmoins, l'abandon du projet de loi de 2013 par les pouvoirs publics s'est accompagné d'un appel à un « *renforcement ambitieux* »[1559] du code de gouvernement d'entreprise. Cet abandon de la voie législative au profit de la régulation souple a choqué une partie de la doctrine qui ne croit pas à l'efficacité de la *soft law*[1560]. Celle-ci n'étant pas d'application obligatoire, la mise en œuvre du *say on pay* par les sociétés pourrait être limitée. Un autre auteur a pu se demander s'il ne s'agissait pas d'une dernière chance donnée à l'autorégulation[1561]. En revanche, la décision préférant la révision du code AFEP-MEDEF a été saluée par les partisans du droit souple. Selon ces derniers, c'est « *la sagesse, qui n'est en l'occurrence qu'une forme de réalisme* »[1562] qui a guidé ce choix. Cette renonciation au profit de l'autorégulation nous semble opportune dans la mesure où une nouvelle intervention législative aurait encore alourdi la législation en la matière et dérogé aux règles fondamentales de l'économie libérale, sans pour autant que son efficacité, par rapport à la performance de la société et aux montants des rémunérations, ne soit garantie.

Ainsi, l'AFEP et le MEDEF ont révisé leur code de gouvernement d'entreprise en juin 2013. L'introduction dans la gouvernance des sociétés cotées françaises du principe de *say on pay* a été la principale innovation de la version révisée. Les rédacteurs du code ont choisi d'installer un *say on pay* à la française sous la forme d'un vote consultatif et *a posteriori* des actionnaires portant sur les rémunérations individuelles des dirigeants sociaux.

[1558] Rapport de C. DE COURSON du 16 juin 2009, *op. cit*., p. 31 et s.

[1559] Dans une interview donnée au quotidien Les Échos, le ministre de l'Économie et des Finances a déclaré : « *Notre but est d'éviter de figer des règles dans la loi, quand celles-ci sont amenées à évoluer sans cesse dans un environnement international mouvant. Nous préférons miser sur une autorégulation exigeante. […] Dans cet esprit, la présidente du MEDEF et le président de l'AFEP se sont engagés à présenter rapidement un renforcement ambitieux de leur code de gouvernance* ». E. CONESA, E. FREYSSENET, E. LEFEBVRE, « Pierre Moscovici : Pas de loi sur la rémunération des patrons », *Les Échos*, 23 mai 2013, disponible sur http://www.lesechos.fr/23/05/2013/lesechos.fr/0202781775010- htm.

[1560] É. DUBOIS, J. CHACORNAC, « Les limites de l'autorégulation en droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 758.

[1561] P. PORTIER, « Révision du code de gouvernance d'entreprise AFEP-Medef : une dernière chance donnée à l'autorégulation ? », *Option Finance* 2013, n° 1228, p. 28.

[1562] Y. PACLOT, « Gouvernance d'entreprise : la révision du code AFEP-MEDEF préférée à la loi », *art. préc.*, p. 553.

B / Un *say on pay* à la française

393. Aux termes de l'article 24.3 du code AFEP-MEDEF, « *le conseil doit présenter à l'assemblée générale ordinaire annuelle la rémunération des dirigeants mandataires sociaux. Cette présentation porte sur les éléments de la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos à chaque dirigeant mandataire social. […] Cette présentation est suivie d'un vote consultatif des actionnaires. Il est recommandé de présenter au vote des actionnaires une résolution pour le directeur général ou le président du directoire et une résolution pour le ou les directeurs généraux délégués ou les autres membres du directoire* ». Le code indique que dans le cas d'un vote négatif par l'assemblée générale, *« le conseil, sur avis du comité des rémunérations, délibère sur ce sujet lors d'une prochaine séance et publie immédiatement sur le site internet de la société un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires lors de l'assemblée générale ».* Il ressort de cet article que le dispositif français de *say on pay* se traduit par un vote consultatif **(b)** *ex post* **(a)**.

a) Un vote *ex post*

394. Selon le code AFEP-MEDEF, le vote de l'assemblée générale intervient annuellement et suit la présentation par le conseil de la rémunération des dirigeants. Il s'agit donc d'un vote *ex post* et non *ex ante*. Cela signifie que ce n'est pas la politique de rémunération qui sera soumise au vote des actionnaires, mais les éléments de la rémunération due ou attribuée à chaque dirigeant mandataire social au titre du dernier exercice clos. Les rédacteurs du code n'ont donc adopté qu'en partie la proposition faite par la mission d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises[1563]. Celle-ci avait préconisé d'instaurer deux types de votes : un vote triennal et *ex ante* sur les principes et les grandes lignes de la politique de rémunération des dirigeants pour les trois années à venir, d'une part ; un vote annuel et *ex post* sur le détail des rémunérations perçues individuellement par les dirigeants au cours de l'exercice précédant l'assemblée générale, d'autre part. Il est d'ailleurs regrettable que le vote *ex ante* sur la politique de rémunération ait été exclu, alors qu'un tel vote apparaît conforme à l'objectif de la gouvernance d'entreprise visant à « *anticiper les risques* »[1564]. Le code préconise également de présenter au vote de l'assemblée

[1563] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 104.
[1564] J.-P. DOM, « Le gouvernement d'entreprise, technique d'anticipation des risques » *Dr. Sociétés* 2012, n° 8-9, étude 12, p. 8 ; *JCP* E, n° 24, 1387, p. 37.

générale une résolution séparée pour le président du conseil d'administration dissocié, le directeur général ou le président du directoire, et les directeurs généraux délégués[1565].

395. Afin d'aider les sociétés dans la préparation des projets de résolution soumis aux assemblées générales, une partie importante du guide du Haut comité de gouvernement d'entreprise a été consacrée à l'interprétation et à la précision du dispositif de *say on pay*[1566]. Selon ce guide, les éléments de la rémunération « *due* » concernent les éléments en numéraire acquis par le dirigeant d'une manière certaine, tant dans leur principe que dans leur montant, qu'ils aient ou non déjà été versés au dirigeant[1567]. Tel est le cas, par exemple, de la partie fixe ou variable annuelle acquise par le dirigeant au titre de l'exercice précédant le vote des actionnaires[1568]. En revanche, les éléments de la rémunération « *attribuée* » visent les éléments en titres ou en numéraire, dont le principe est arrêté mais dont le montant ou le nombre n'est pas encore acquis au moment de leur mise en place ou de leur attribution. Ceux-ci ne peuvent faire, le cas échéant, que l'objet d'une valorisation comptable[1569]. Cela peut renvoyer aux options d'actions attribuées au titre de l'exercice clos.

En ce qui concerne les modalités de présentation des éléments de la rémunération sur lesquels le vote consultatif doit porter, le guide propose plusieurs possibilités[1570] : la première consisterait à prévoir dans le rapport annuel / document de référence un paragraphe ou un tableau spécifique portant sur les éléments de la rémunération soumis au vote. La seconde serait d'établir dans le rapport annuel / document de référence une présentation consolidée des communiqués publiés à la suite de la détermination par le conseil des éléments de rémunération des dirigeants mandataires sociaux, et y faire une référence précise. Le guide indique enfin qu'il est préférable d'établir un rapport spécifique. Dans tous les cas, les informations figurant dans cette présentation doivent être distinguées de celles prévues à

[1565] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 24.3, p. 31.
[1566] HCGE, « Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de juin 2013 », décembre 2014.
[1567] B. PETROVIC, C. LAN, « Guide d'application du code AFEP-Medef : quelques guidelines supplémentaires », *Option Finance* 2014, n° 1256, p. 32 ; B. FRANÇOIS, « Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise », *Rev. sociétés* 2014, p. 270.
[1568] L'emploi du terme « due » pourrait, selon Madame V. MAGNIER, permettre aux sociétés d'exclure les rémunérations différées qui ne seront pas « dues » tant que le dirigeant n'aura pas fait valoir son droit à la retraite. V. MAGNIER, « Le nouveau code de gouvernement d'entreprise des sociétés est arrivé ! », *art. préc.*, p. 2.
[1569] HCGE, « Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de juin 2013 », *op. cit.*, p. 11.
[1570] *Id.*, p. 17.

l'article L. 225-102-1 du Code de commerce, relatives aux rémunérations de tous les mandataires sociaux[1571].

396. Le vote *ex post* des actionnaires invite à s'interroger sur ses conséquences, notamment en cas d'avis négatif. L'article 24.3 du code de gouvernement d'entreprise précise que le *say on pay* français ne peut produire que les effets d'un vote consultatif.

b) Un vote consultatif

397. La reconnaissance à l'assemblée générale d'un droit de vote sur la rémunération des dirigeants pourrait conduire à des conflits de compétence dans la mesure où le conseil d'administration ou de surveillance est, en vertu des dispositions légales[1572], seul compétent pour déterminer cette rémunération. Cependant, le vote prévu par le code AFEP-MEDEF ne saurait remettre en cause les prérogatives du conseil puisqu'il s'agit simplement d'un « *vote consultatif* ». La voie de l'autorégulation ne peut d'ailleurs conduire qu'à un vote non contraignant. Le conseil demeure donc souverain quant à la détermination du montant de la rémunération, ainsi qu'aux conséquences du vote de l'assemblée générale[1573]. L'expression de l'avis de l'actionnaire, même si le code ne le précise pas, se résume à une seule modalité : pour, contre ou abstention[1574]. De plus, comme tout autre vote effectué au sein de l'assemblée générale ordinaire, les règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce sont applicables[1575].

Dès lors, en cas de vote négatif, le conseil, sur avis du comité des rémunérations, est appelé à délibérer lors d'une prochaine séance sur la question et à effectuer une publication sur le site internet de la société « *mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires lors de l'assemblée générale* »[1576]. Le conseil n'est cependant pas obligé de suivre l'avis de l'assemblée générale et peut laisser les choses en l'état même en cas de vote défavorable. Le refus d'approbation n'invalide donc pas la décision fixant la rémunération des dirigeants. Le conseil doit simplement expliquer les suites à donner au vote

[1571] L. JOBERT, « Modalités d'application de la règle say on pay », *RD bancaire et fin.* 2014, n° 2, p. 68.
[1572] C. com. art. L. 225-47, L. 225-63 et L. 225-53 al. 3.
[1573] M. GERMAIN, V. MAGNIER, M.-A. NOURY, « La gouvernance des sociétés cotées », *JCP* E 2013, n° 47, 1638, p. 18, spéc. p. 26.
[1574] A. VIANDIER, « L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux », *JCP* E 2013, n° 29, 1416, p. 22, spéc. p. 27. Sur les votes d'abstention, J.-M. MOULIN, « L'actionnaire, le vote et l'abstention », Bull. Joly Sociétés 2012, § 252, p. 386.
[1575] C. com. art. L. 225-98.
[1576] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 24.3, p. 31.

des actionnaires. En revanche, le conseil peut, pour protéger son image et son autorité, prendre en compte l'avis des actionnaires et décider de modifier la rémunération. En effet, la compétence discrétionnaire du conseil lui permet de modifier la rémunération qu'il avait préalablement fixée en application de la règle du parallélisme des formes[1577]. Cependant, selon la Cour de cassation, cette modification ne peut pas être rétroactive[1578]. Le conseil ne peut pas « *faire rendre gorge au dirigeant sur le seul fondement de l'opinion des actionnaires* »[1579]. Ainsi, même si les actionnaires et le conseil sont d'accord sur le caractère excessif de la rémunération, celle-ci peut être maintenue[1580].

398. Le caractère consultatif de *say on pay* est critiqué par une partie de la doctrine. Pour certains, il est regrettable que le refus d'approbation n'ait pas d'incidence sur la décision déterminant la rémunération, alors que ce refus signifie notamment que les pertes subies par les actionnaires, ou leur manque à gagner, rendent inacceptable le paiement de la rémunération déterminée par le conseil[1581]. Pour d'autres, le vote non contraignant permet aux actionnaires d'accepter progressivement une pratique qui érode la souveraineté du conseil, mais « *le vote consultatif doit être l'exorde du vote délibératif* »[1582]. Le dispositif actuel de *say on pay* ne constitue qu'une « *forme de Canada Dry de démocratie actionnariale* »[1583], car il ne fournit pas de solution lorsque le conseil refuse de s'incliner devant la volonté des actionnaires. La loi demeurerait, selon cette opinion, « *le meilleur moyen d'imposer la morale aux acteurs qui en sont dépourvus* »[1584]. Il pourrait pourtant être soutenu que l'absence d'approbation de la rémunération par l'assemblée générale peut être prise en compte par le conseil pour la détermination à l'avenir de la rémunération. Le contrôle *a posteriori* pourrait dans ce cas modérer *ex ante* la politique de rémunération à venir[1585]. La solution est également susceptible d'être recherchée dans les règles générales du droit des sociétés dans la mesure où le vote négatif mettrait en évidence des rémunérations abusives, constitutives d'un

---

[1577] L. AMIEL-COSME, « Rémunération des dirigeants sociaux », *Rép. sociétés*, janvier 2014, n° 48.
[1578] Cass. com., 10 février 2009, n° 08-12564, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 110, p. 556, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2009, n° 4, comm. 74, p. 28, note D. GALLOIS-COCHET ; *Rev. sociétés* 2009, p. 359, note J.-P. MATTOUT ; *D.* 2009, p. 498, obs. A. LIENHARD.
[1579] B. DONDERO, « Le code AFEP-MEDEF révisé : un nouveau départ », *art. préc.*, n° 24.
[1580] A. VIANDIER, « L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 28.
[1581] D. SCHMIDT, « Repenser la responsabilité des administrateurs ? La responsabilité versus rémunération des administrateurs », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 134, spéc. p. 135.
[1582] N. CUZACQ, « Éclairage sur la version révisée du code Afep-Medef », *Rev. Lamy dr. aff.* 2013, n° 85, p. 10, spéc. p. 12.
[1583] *Ibid*.
[1584] A. VIANDIER, « L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 29.
[1585] M. GERMAIN, V. MAGNIER, M.-A. NOURY, « La gouvernance des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 27.

abus de majorité ou d'un abus biens sociaux[1586]. L'on sait néanmoins que les mesures prises par la jurisprudence dans de telles situations apparaissent parfois inefficaces au regard de la taille de la société[1587].

399. Dans sa proposition relative au *say on pay*[1588], la Commission européenne prévoit que le vote *ex ante* sur la politique de rémunération devrait être contraignant[1589]. Cela signifie que la société devrait obligatoirement obtenir l'aval de l'assemblée des actionnaires lors de la première présentation de la politique de rémunération. Si celle-ci n'était pas approuvée par les actionnaires lors des votes ultérieurs de l'assemblée, la société devrait continuer à appliquer celle adoptée antérieurement[1590].

Faudrait-il alors passer à un vote obligatoire ? Conviendrait-il de rendre contraignant l'avis de l'assemblée générale ? Il nous semble que s'essayer à une réponse impliquerait d'apprécier l'impact réel d'un tel vote sur le niveau de la rémunération des dirigeants et sur sa légitimité au égard à la performance de la société. Préalablement à cette « étude d'impact », il convient de dresser une comparaison entre les diverses modalités retenues dans la mise en œuvre du *say on pay* par les pays l'ayant déjà adopté[1591].

§ 2. LE *SAY ON PAY* DANS LES DROITS ÉTRANGERS

400. L'étude du dispositif de *say on pay* dans les droits étrangers permet d'alimenter les réflexions sur l'application de ce principe en France. Plusieurs pays ont en effet mis en place une disposition permettant aux actionnaires de voter sur les rémunérations des dirigeants, mais aucun d'entre eux n'a choisi de le faire de la même façon. L'on peut déjà constater que le vote de l'assemblée générale relève souvent d'une combinaison entre *hard law* et *soft law*[1592]. Cependant, la nature, l'objet et la fréquence du vote diffèrent d'un système à l'autre. Alors que l'on assiste aujourd'hui à une évolution en faveur d'un vote contraignant

---

[1586] B. DONDERO, « Le code AFEP-MEDEF révisé : un nouveau départ », *art. préc.*, n° 24.
[1587] V. *supra*, n° 173.
[1588] V. *supra*, n° 389.
[1589] Proposition de directive du Parlement européen du 9 avril 2014, *op. cit.*, art. 9 bis 1 : « *Les entreprises ne versent de rémunération à leurs administrateurs que conformément à une politique de rémunération approuvée par les actionnaires* ». En revanche, le vote *ex post* sur le rapport consacré à la rémunération demeure consultatif. La société doit, en cas de vote défavorable, expliquer dans le rapport suivant comment ce vote a été pris en compte.
[1590] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit.*, § 2 .3.4, p. 33.
[1591] B. LECOURT, « Un nouveau plan d'action en droit européen des sociétés », *Rev. sociétés* 2013, p. 121.
[1592] IFA, « Say on pay : comparaison internationale et bonnes pratiques », *op. cit.*, p. 4.

octroyant aux actionnaires le droit de s'exprimer sur la rémunération à titre décisionnaire **(B)**, le *say on pay* demeure consultatif dans certains pays **(A)**.

A / Un *say on pay* consultatif

401. À l'instar de la situation française, le *say on pay* est simplement consultatif dans certains systèmes juridiques. Le conseil n'est donc pas tenu de suivre l'avis des actionnaires. La soumission de la rémunération des dirigeants au vote consultatif de l'assemblée générale peut relever du droit souple **(a)**, mais la majorité des pays en a fait une obligation légale **(b)**.

a) Un vote consultatif et volontaire

402. Parmi les pays qui ont instauré un vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux, peu ont choisi la voie de l'autorégulation. C'est le cas notamment du Canada qui a acclimaté un *say on pay* d'application volontaire[1593]. Comme en France, l'introduction de ce principe a résulté de la dispersion progressive du capital, de l'activisme croissant des investisseurs institutionnels américains et des pressions sociales et politiques[1594]. Ainsi, en 2007, l'Association des actionnaires pour la recherche et l'éducation (SHARE) a pris l'initiative de demander à six sociétés de services financiers de mettre en œuvre ce dispositif[1595]. En 2010, 27 sociétés canadiennes ont accepté d'appliquer le principe de *say on pay*. Des organisations vouées à la bonne gouvernance, tels le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC) et la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance (CCBG) ont encouragé cette démarche[1596]. En 2011, l'*Ontario Securities Commission* (OSC) a publié le « OSC Staff Notice 54-701 », qui a recommandé d'instaurer un vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants selon le modèle

[1593] Il en est de même en Croatie et en Slovénie. *Ibid*.
[1594] S. ROUSSEAU, « Le Say on Pay : l'expérience nord-américaine », *RTD com*. 2014, p. 464.
[1595] G. BRANELLEC, J.-Y. LEE, « Limitation de la rémunération excessive des dirigeants avec le say on pay », *La revue du financier* 2010, p. 54, spéc. p. 60.
[1596] Institut sur la Gouvernance d'Organisations Privées et Publiques (IGOPP), « Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (Say on Pay) : Un pas en avant vers une meilleure gouvernance ? », mars 2010, p. 19.

proposé par la CCBG[1597]. De la sorte, le vote doit porter sur la politique annuelle de rémunération et non sur les éléments de cette rémunération[1598].

Récemment, une consultation publique a été lancée par le Ministre de l'Industrie du Canada sur la loi canadienne des sociétés par actions, notamment sur la nécessité de rendre obligatoire le vote consultatif de l'assemblée générale[1599]. Aucun régime obligatoire n'a pourtant été instauré jusqu'à aujourd'hui par le législateur ou par le régulateur canadiens.

403. La situation en Allemagne est relativement différente dans la mesure où le *say on pay* trouve sa source dans la loi, sans pour autant être obligatoire. En effet, en réaction à la crise financière, et en raison de certaines pratiques abusives dénoncées par l'opinion publique, le législateur allemand a adopté la loi de 2009 sur la rémunération des dirigeants[1600]. En vertu de cette loi, les assemblées générales ordinaires des sociétés cotées peuvent, mais sans aucune obligation, donner un avis consultatif sur la politique de rémunération des dirigeants[1601]. Il s'agit donc d'une simple option qui est également prévue par le code de gouvernement d'entreprise allemand[1602]. Par conséquent, le conseil de surveillance n'est obligé ni de soumettre la politique de rémunération au vote des actionnaires, ni de respecter le résultat du vote en cas d'avis défavorable. En 2013, le gouvernement a proposé d'introduire une disposition légale obligeant le conseil de surveillance à prendre en compte le résultat du vote des actionnaires. Cette proposition n'a cependant pas été approuvée par le Conseil fédéral allemand[1603].

404. Si le *say on pay* consultatif demeure d'application volontaire dans certains pays, il constitue, dans d'autres, une obligation légale.

[1597] OSC Staff Notice 54-701, « Regulatory developments regarding shareholder democracy issues », janvier 2014, point 1.13.

[1598] J. MCFARLAND, « Powerful Coalition spurs changes in corporate governance », *The Globe and Mail*, 3 juin 2014, disponible sur http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/coalition-of-institutional-investors-helps-sway-corporate-governance-practices/article18970487/.

[1599] T. KERNAHAN, C. DUBÉ, « Le gouvernement fédéral lance une consultation sur la loi canadienne sur les sociétés par actions », décembre 2013, disponible sur http://www.nortonrosefulbright.com/centre-du-savoir/publications/111379/le-gouvernement-federal-lance-une-consultation-sur-la-loi-canadienne-sur-les-societes-par-actions. La consultation a pris fin le 15 mai 2014 et les commentaires reçus sont consultables sur https://www.ic.gc.ca/eic/site/cilp-pdci.nsf/fra/h_cl00880.html.

[1600] M. EULERICH, A. KALINICHENKO, J.-C. THEIS, « Say-on-Pay : an empirical investigation of voting likelihood and voting behavior in German Prime Standard companies », *Journal of Management Control*, october 2014, vol. 25, issue 2, p. 119, spéc. 120.

[1601] Aktiengesetz (AktG) [Stock Corporation Act], § 120, 4.

[1602] Government Commission, « German Corporate Governance Code », mai 2012, § 2.2.1, § 4.2.2.

[1603] Kienbaum Management Consultants, « Standpunktepapier / Vorstandsvergütung [Proposition sur les rémunérations des dirigeants] », 2013.

b) Un vote consultatif et obligatoire

405. Même s'il est simplement consultatif, le *say on pay* constitue une règle impérative dans la majorité des pays ayant adopté ce principe, comme, par exemple, les États-Unis, l'Australie, la Belgique et l'Espagne[1604]. Les sociétés sont donc obligées de soumettre la rémunération des dirigeants au vote des assemblées générales, sans que les résultats de ce vote lient les conseils ou créent de nouveaux devoirs pour eux. Ce constat est cependant à nuancer selon le pays. Les régimes de vote américain **(1)** et australien **(2)** fournissent deux exemples, notablement différents, de l'application obligatoire du *say on pay* consultatif.

1. Le modèle américain

406. Le *say on pay* a été mis en œuvre aux États-Unis au début des années 2000 avec l'évolution du mouvement de la gouvernance d'entreprise. Au départ, ce principe a fait l'objet de certains travaux doctrinaux qui ont souligné la nécessité de réduire le pouvoir des dirigeants dans la détermination de leur propre rémunération et de renforcer le dialogue avec les actionnaires afin de mieux servir l'intérêt de la société[1605]. Ensuite, des investisseurs institutionnels ont proposé d'octroyer aux assemblées générales un droit de vote consultatif sur la rémunération de la direction, ce qui a reçu un soutien notable des actionnaires[1606]. Parallèlement, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a renforcé les obligations d'information sur la rémunération en introduisant l'exigence d'un *Compensation Discussion and Analysis* présentant sous forme narrative la politique de rémunération des dirigeants[1607]. À la suite de la crise financière, le gouvernement américain a décidé de légiférer en matière de *say on pay*. Dans un premier temps, le *Emergency Economic Stabilization Act* de 2008[1608] a mis en place un vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants des sociétés du secteur financier bénéficiant du soutien du *Troubled Asset Relief Program* (TARP). Dans un second temps, le *American Recovery and Reinvestment Act* de 2009[1609]

[1604] En Espagne notamment, le *say on pay* a été introduit par la voie de l'autorégulation dès 2006. Le législateur a cependant décidé de passer à un vote obligatoire en 2011 : Sustainable Economy Law 2/2011, 4 mars 2011.
[1605] L. BEBCHUK, J. FRIED, *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*, USA: Harvard university press, 2006, p. 80 et s.
[1606] R.-S.THOMAS, A.-R, PALMITER, J.-F. COTTER, « Dodd-Frank's Say on Pay: will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance? », *Cornell Law Review*, 21 décembre 2011, vol. 97, p. 1218.
[1607] S. ROUSSEAU, « Le Say on Pay : l'expérience nord-américaine », *art. préc.*, p. 464.
[1608] Emergency Economic Stabilization Act, Pub. L. 110–343, 122 Stat. 3765,3 october 2008.
[1609] American Recovery and Reinvestment Act, Pub. L. 111–5, 123 Stat. 115, 17 february 2009.

a étendu l'exigence de vote aux sociétés qui encourent des dettes dans le cadre du programme TARP.

Finalement, la loi *Dodd-Frank* de 2010[1610] a imposé à toutes les sociétés cotées d'appliquer le *say on pay*. En vertu de cette loi, toutes les sociétés cotées doivent prévoir au moins une fois tous les trois ans un vote consultatif des assemblées générales dont l'objet est d'approuver ou de désapprouver la rémunération des cinq dirigeants les mieux payés de la société[1611]. Ce vote porte sur l'ensemble des rémunérations, plutôt que sur des éléments spécifiques[1612]. Les parachutes dorés sont aussi visés[1613] : s'ils sont élaborés pour une transaction spécifique, les actionnaires sont alors invités à exercer leur vote consultatif lors de l'assemblée tenue pour l'approbation de cette transaction. De surcroît, la loi impose aux sociétés de demander au moins tous les six ans aux actionnaires la fréquence à laquelle ils souhaitent être consultés par un vote consultatif[1614]. La mise en œuvre de ces règles relève de la compétence de la SEC[1615]. Les conséquences du vote sont les suivantes : la société doit publier les résultats du vote de l'assemblée générale dans les quatre jours ouvrés suivant sa tenue[1616]. L'année suivante, le *Compensation Discussion and Analysis* doit expliquer dans quelle mesure les résultats du vote précédent ont été pris en compte par le conseil dans sa prise de décision.

407. L'avantage du régime de vote obligatoire est qu'il ne laisse pas aux sociétés la possibilité d'échapper à la consultation de leurs actionnaires sur la rémunération des dirigeants. Pourtant, l'avis de ces derniers, même s'il est prévu par la loi, ne lie pas le conseil et n'a pas d'effet sur la répartition des pouvoirs entre le conseil d'administration et l'assemblée générale en matière de rémunération[1617]. Il serait donc légitime de se demander si le passage à un vote obligatoire permettrait de mieux encadrer les montants excessifs accordés aux dirigeants. L'absence de réponse claire et précise à cette question a incité certains pays à durcir leur dispositif de *say on pay*, tout en respectant son caractère consultatif.

[1610] Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. 111–203, 124 Stat. 1376, H.R. 4173, 21 July 2010. La Section 951 de cette loi a ajouté la Section 14A au Securities Exchange Act de1934 et a été codifiée sous le titre 15, chapitre 2B du code des États-Unis.
[1611] Exchange Act 14a-21(a).
[1612] *Ibid*.
[1613] Exchange Act § 14 A (b).
[1614] Exchange Act § 14 A (a)(2).
[1615] V. Les règles de la *Securities and Exchange Commission*, « Shareholder approval of executive compensation and golden parachute compensation», disponible sur http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf.
[1616] Forme 8-K, Point 5.07.
[1617] S. ROUSSEAU, « Le Say on Pay : l'expérience nord-américaine », *art. préc.*, p. 466.

2. Le modèle australien

408. Le niveau très élevé des rémunérations des dirigeants australiens et les pressions exercées par le marché et par l'opinion publique ont poussé le gouvernement australien à adopter très tôt le principe de *say on pay*[1618]. Dès 2005, le *Corporations Act* de 2001 a été modifié pour obliger les sociétés cotées à soumettre « le rapport annuel sur les rémunérations » au vote des assemblées générales[1619]. Selon cette loi, le vote est simplement consultatif et son résultat ne lie pas le conseil d'administration[1620].

Les études réalisées autour du déclenchement de la crise de 2008 ont mis en exergue que le taux de vote négatif a augmenté de manière significative entre 2005 et 2009[1621]. Le parlement australien s'est donc interrogé sur la possibilité de mettre en place un régime de vote plus sévère[1622]. En effet, un vote contraignant donnerait plus d'influence à la participation des actionnaires dans la détermination de la rémunération et favoriserait le dialogue avec les administrateurs[1623]. Il fut cependant soutenu qu'un tel vote serait susceptible de déresponsabiliser le conseil et de porter atteinte à la compétitivité du pays et à sa capacité à attirer des dirigeants compétents[1624]. Après avoir pesé les avantages et les inconvénients, le gouvernement a choisi, en 2011, une solution de compromis en adoptant la règle dite des « deux coups » (*Two-Strikes Rule*)[1625]. Cette règle permet de mettre le mandat des administrateurs en jeu si des actionnaires détenant au moins 25 % des droits de vote refusent d'approuver le rapport sur les rémunérations lors de deux assemblées générales consécutives[1626]. Après un premier vote négatif (*the first strike*), le conseil doit simplement expliquer les suites qu'il entend donner à l'avis des actionnaires, sans pour autant être obligé de modifier ou de changer les rémunérations des dirigeants. L'année suivante, si les actionnaires s'opposent à nouveau à l'adoption du rapport (*the second strike*), ils sont

---

[1618] R.-S. THOMAS, C. VAN DER ELST, « The international scope of Say on Pay », *ECGI*, septembre 2013, n° 227/2013, p. 18 et s.
[1619] L.-J. CHAPPLE, B. CHRISTENSEN, « The non-binding vote on executive pay: a review of the CLERP 9 reform », *Australian Journal of Corporate Law*, 8 juin 2012, n° 18 (3), p. 263.
[1620] CLERP 9, *Corporations Act*, 250R (2)–(3).
[1621] K. SHEEHAN, « Say on Pay and the outrage constraint », 20 septembre 2010, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1679622 ; K. SHEEHAN, « Is the outrage constraint an effective constraint on executive remuneration? Evidence from the UK and preliminary results from Australia », 18 mars 2007, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=974965&download=yes.
[1622] The parliament of the commonwealth of Australia, « Explanatory memorandum: corporations amendment (Improving accountability on director and executive remuneration) », 2010-2011, disponible sur http://archive.treasury.gov.au/documents/1925/PDF/Explanatory_Memorandum.pdf.
[1623] *Id.*, p. 40.
[1624] *Id.*, p. 46.
[1625] Blake Dawson, Corporations Amendment (Improving accountability on director and executive remuneration), juillet 2011.
[1626] R.-S. THOMAS, C. VAN DER ELST, « The international scope of Say on Pay », *art. préc.*, p. 21.

immédiatement appelés à décider si le mandat des administrateurs doit faire l'objet d'un nouveau vote en assemblée générale (*spill resolution*)[1627]. Si cette résolution reçoit au moins 50 % des voix des actionnaires, une assemblée générale extraordinaire doit se tenir dans les 90 jours afin de se prononcer sur les mandats des administrateurs (*spill meeting*)[1628]. Cette règle n'instaure pas un vote contraignant à proprement parler. Le *say on pay* demeure en principe consultatif dans la mesure où le résultat du vote n'engage pas le conseil. En revanche, l'idée de mettre en jeu le mandat des administrateurs à la suite du deuxième vote négatif s'avère originale et renforce sensiblement le caractère contraignant du dispositif.

L'on peut en effet imaginer que la *Two-Strikes Rule* pourrait, après le premier vote défavorable, dissuader les administrateurs d'attribuer des rémunérations excessives aux dirigeants, et les obliger à suivre l'avis des actionnaires pour qu'ils ne voient pas leur mandat révoqué. Dès lors, faudrait-il adopter cette règle en droit français ? [1629] Un examen attentif de l'efficacité de cette règle s'imposerait avant de décider de son opportunité[1630].

409. Certains pays, non convaincus du caractère consultatif du *say on pay*, ont décidé d'aller plus loin et d'instaurer un régime de vote obligatoire et contraignant.

B / Un *say on pay* contraignant

410. Le *say on pay* peut être non seulement obligatoire, mais également s'attacher des effets contraignants. Cela signifie que l'assemblée générale a le droit de voter sur la rémunération des dirigeants à titre décisionnaire. En outre, le résultat du vote doit être impérativement pris en compte par le conseil d'administration, ou de surveillance. Tel est déjà le cas dans certains systèmes juridiques **(a)**, alors que l'on peut constater qu'une forte tendance à l'instauration d'un vote contraignant se développe depuis quelques années partout dans le monde **(b)**.

[1627] Corporations Act 2011, 300A (1)(g).
[1628] Corporations Act 2011, s 250V.
[1629] Rappelons qu'en France les actionnaires ont toujours la possibilité de tirer les conséquences d'un niveau de rémunération jugé excessif en révoquant *ad nutum* les administrateurs responsables (C.com. art. L. 225-18 al.1).
[1630] Le professeur Alain Viandier indique, mais sans donner une explication claire, qu'il n'est pas sûr que ce qui vaut en Australie vaille aussi pour « *nos climats et nos mœurs* » : A. VIANDIER, « L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 29.

a) Un vote contraignant déjà adopté

411. Les Pays-Bas, ainsi que certains pays nordiques, ont choisi de mettre en place un régime de vote contraignant sans passer au préalable par un *say on pay* consultatif[1631]. Ainsi, le Code civil néerlandais dispose, depuis 2004, que la politique de rémunération doit être soumise à l'approbation de l'assemblée générale. Cette approbation est également requise pour toute modification de cette politique[1632]. En cas de vote défavorable, la modification ne sera pas retenue et la société devra continuer à appliquer la politique précédente de rémunération ayant déjà été approuvée par les actionnaires[1633]. Ce même système s'applique également au Danemark[1634].

412. En Suède, l'instruction 3 de 2006 a introduit le *say on pay* dans le Code des sociétés[1635]. Désormais, la politique de rémunération des dirigeants doit être annuellement approuvée par les actionnaires[1636]. Il n'est donc pas possible d'effectuer un quelconque paiement qui ne soit pas en accord avec cette politique[1637]. Cet article peut être appliqué en combinaison avec le code suédois de gouvernement d'entreprise qui recommande de soumettre tous les éléments de rémunération des dirigeants au vote des actionnaires[1638].

413. Sans doute le fait de donner un droit de vote décisionnel aux actionnaires renforce-t-il leurs pouvoirs au sein de la société et leur permet-il d'exercer une influence importante sur la détermination de la rémunération des dirigeants. Il peut clairement être observé que le mouvement est aujourd'hui en faveur du renforcement de ce type de vote.

b) Une tendance croissante à la généralisation du vote contraignant

414. La question relative au vote de l'assemblée générale sur la rémunération des dirigeants ne peut être traitée sans évoquer la situation britannique. En effet, le principe de *say*

[1631] Z. BENNANI, J.-X. HECKER, « Rémunération des dirigeants mandataires sociaux : une comparaison des pratiques et des réglementations », *Mirova Études*, février 2014, p. 15.
[1632] Burgerlijk Wetboek [Code civil], Book 2, art. 135, 2.
[1633] IFA, « Say on pay : comparaison internationale et bonnes pratiques », *op. cit.*, p. 17.
[1634] The Danish companies Act, art. 139.
[1635] Instruction 3-2006, « Changes in application of certain rules in the Swedish code of corporate governance », 18 décembre 2006.
[1636] Swedish Companies Act, chapitre 7, section 61.
[1637] La loi dispose aussi que les auditeurs doivent fournir un rapport certifiant que la société se conforme à la politique votée par l'assemblée générale. En cas de non-conformité, le rapport doit en expliquer les raisons, Swedish Companies Act, chapitre 8, section 54.
[1638] Swedish Corporate Governance Board, « Swedish corporate governance code », 2010, § 9, n° 10.

on pay trouve ses racines au Royaume-Uni. Celui-ci est le premier pays à avoir adopté un régime octroyant aux actionnaires un droit de vote sur les rémunérations attribuées aux dirigeants de leurs sociétés[1639]. Dès 2002, le *Directors Remuneration Report Regulations*[1640] a inséré dans la *Companies Act* une disposition instaurant un vote consultatif des actionnaires des sociétés cotées sur le rapport annuel relatif aux rémunérations[1641]. Dans ce rapport, doivent figurer la politique de rémunération, les conditions de performance relatives aux stock-options et aux rémunérations basées sur du long-terme, les stock-options accordées et levées dans l'année, les salaires, bonus et indemnités de départ versés à chaque dirigeant. Selon la loi de 2002, le vote négatif n'avait pour effet que de montrer l'insatisfaction des actionnaires, sans pour autant affecter les rémunérations[1642].

L'incertitude entourant l'efficacité du *say on pay* consultatif, de même que les montants excessifs octroyés à certains dirigeants sociaux ont incité le Royaume-Uni à durcir sa législation en la matière[1643]. Un régime de vote plus strict a ainsi été instauré par l'*Enterprise and Regulatory Reform Act* de 2013[1644]. Désormais, le vote de l'assemblée générale s'effectue en deux temps. Dans un premier temps, les actionnaires sont appelés à voter sur la politique de rémunération. Ce vote est triennal et contraignant. La société a cependant la possibilité de soumettre sa politique au vote avant la fin de la période de trois ans si le comité des rémunérations le juge nécessaire. Dans l'hypothèse où cette politique recevait moins de 50 % d'approbation des voix exprimées, la politique précédemment approuvée resterait en vigueur, jusqu'à ce qu'une autre politique reçoive l'approbation de l'assemblée générale[1645]. Dans un second temps, les montants précis des rémunérations perçues individuellement par les dirigeants au cours de l'année écoulée doivent être soumis au vote annuel des actionnaires. Bien que ce vote soit simplement consultatif, la société est obligée, en cas de vote négatif, de soumettre sa politique de rémunération à un vote contraignant l'année suivante, même si elle ne l'a pas modifiée[1646]. Le Royaume-Uni est donc passé d'un régime purement consultatif à un régime plus contraignant permettant d'élargir les pouvoirs des actionnaires et de renforcer

---

[1639] J. LIEDER, P. FISCHER, « The say-on-pay movement: Evidence from a comparative perspective », *European Company and Financial Law Review*, 2011, vol. 8, issue 3, p. 376, spéc. p. 381.
[1640] The Directors Remuneration Report Regulations de 2002, SI 2002/1986, remplacé par: Large and Medium-sized Companies and Groups Regulations de 2008, SI 2008/373.
[1641] Section 241A de Companies Act 1989, devenue Section 439 de Companies Act 2006.
[1642] *Ibid*.
[1643] M.-A. PAGNATTARO, S. GREENE, « "Say on Pay": The movement to reform executive compensation in the United States and European Union », *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2011, vol. 31, p. 539.
[1644] Enterprise and Regulatory Reform Act, 2013 (c. 24), § 79.
[1645] Companies Act 2006, Section 421 et s.
[1646] *Ibid*.

leur influence sur la décision fixant la rémunération de la direction. Ce régime est d'ailleurs très proche du système proposé par la Commission européenne[1647] et par la mission d'information sur la transparence de la gouvernance en France[1648].

415. La tendance à l'instauration d'un vote décisionnel des actionnaires continue à se poursuivre dans le monde. En Italie, par exemple, le vote des actionnaires est volontaire dans les sociétés cotées[1649], mais le législateur a imposé un vote contraignant sur la rémunération des dirigeants dans le secteur financier[1650]. L'Espagne se prépare également à adopter une disposition similaire[1651]. De plus, même si le projet de loi qui visait à donner aux actionnaires des sociétés cotées allemandes un droit de vote décisionnel n'a pas été adopté, il est probable qu'un autre projet soit prochainement proposé pour renforcer le régime actuel[1652].

En Suisse, une initiative populaire (initiative Minder) prévoyant un vote contraignant des actionnaires sur la rémunération des dirigeants a été approuvée par les citoyens en 2013[1653] avant d'être introduite dans la Constitution fédérale suisse. L'assemblée générale doit ainsi voter « *chaque année la somme globale des rémunérations (argent et valeur des prestations en nature) du conseil d'administration, de la direction et du comité consultatif* »[1654]. Cette disposition n'est pas directement applicable, mais reste subordonnée à l'adoption d'une loi d'application[1655].

416. Ces exemples reflètent le fort mouvement en faveur d'un régime de *say on pay* contraignant. Se pose dès lors la question de savoir si la France, qui ne connaît actuellement qu'un régime de vote volontaire et consultatif, ne devrait pas à son tour faire évoluer son régime, soit pour donner aux actionnaires le droit de voter à titre décisionnaire, soit pour durcir le dispositif actuel sans pour autant toucher au caractère consultatif du vote. L'analyse

---

[1647] Proposition de directive du Parlement européen du 9 avril 2014, *op. cit.*, art. 9 bis et 9 ter, p. 24 et s.
[1648] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 104.
[1649] Comitato per la Corporate Governance, « Codice di Autodisciplina [Code de gouvernement d'entreprise] », décembre 2011, art. 6, p. 25.
[1650] Code financier italien (TUF), art. 123-ter et 114-bis ; Code civil, art. 2389 et 2364.
[1651] B. TOBIAS, J. MILES, « Spain set to give shareholders say on pay », *EU Economy*, 14 mars 2013, disponible sur http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f12bf444-8cca-11e2-8ee0-00144feabdc0.html.
[1652] G. SPINDLER, « Remuneration of directors of stock corporations in Germany current status and perspectives », *RTDF* 2013, n° 4 / 2014, n° 1, p. 19, spéc. p. 24.
[1653] R. TRIGO TRINDADE, « Rémunérations abusives des dirigeants en Suisse », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 156, p. 306.
[1654] Constitution fédérale du 18 avril 1999, art. 95, al. 3. Le même article dispose que « *les membres des organes ne reçoivent ni indemnité de départ ni autre indemnité, aucune rémunération anticipée ni prime pour des achats ou des ventes d'entreprises, et ne peuvent pas être liés par un autre contrat de conseil ou de travail à une société du groupe. La gestion de la société ne peut pas être déléguée à une personne morale* ». Ces prohibitions doivent être comprises comme visant à empêcher l'attribution de rémunérations autres que celles acceptées par les actionnaires : R. TRIGO TRINDADE, « Rémunérations abusives des dirigeants en Suisse », *art. préc.*, p. 306.
[1655] Constitution fédérale du 18 avril 1999, art. 197, ch. 8.

de l'impact et de l'efficacité du *say on pay* dans les différents systèmes juridiques l'ayant adopté semble indispensable pour répondre à cette interrogation.

SECTION -2- ANALYSE CRITIQUE DU PRINCIPE DE *SAY ON PAY*

417. Le choix normatif en matière de vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux doit être lié à la finalité de ce vote. Celle-ci se trouve probablement dans la volonté de susciter un mouvement à la baisse des rémunérations et de renforcer la transparence en associant la collectivité des actionnaires à la procédure de fixation de la rémunération[1656]. Or, le *say on pay* ne permet pas toujours d'atteindre ce but. D'une part, les études empiriques réalisées dans les différents pays qui ont introduit le principe de *say on pay* montrent que son impact n'est pas certain sur la rémunération et sur la performance de la société **(§1)**. D'autre part, l'intérêt de la participation des actionnaires se brouille quelque peu eu égard à l'influence croissante des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) **(§2)**.

§ 1. IMPACT INCERTAIN DU *SAY ON PAY*

418. L'étude de l'impact du principe du *say on pay*, quelles que soient les modalités de sa mise en œuvre, ne permet pas de confirmer son effet positif ou négatif, que ce soit sur le niveau de la rémunération des dirigeants **(A)** ou sur le lien entre rémunération et performance de la société **(B)**.

A / Impact du *say on pay* sur le niveau de la rémunération des dirigeants

419. Dès lors que la réduction du niveau de la rémunération des dirigeants s'affiche comme l'un des objectifs du *say on pay*, il convient de s'interroger sur les pourcentages et les résultats des votes enregistrés dans les différents systèmes juridiques pour s'assurer de

[1656] A. COURET, « Les commandements de la gouvernance en anglais et en trois mots », *in Mélanges P. BISSARA*, Paris : ANSA, 2013, p. 143, spéc. p. 155.

l'efficacité de ce principe et pour déterminer la forme qu'il devrait prendre. Alors que l'effet du vote contraignant apparaît très faible **(b)**, celui du vote consultatif demeure douteux **(a)**.

a) Impact douteux du vote consultatif

420. Un nombre très limité d'études rend compte de l'impact positif du *say on pay* consultatif. Celui-ci constituerait une sorte de contrôle en amont sur la rémunération des dirigeants. Certains auteurs ont ainsi pu constater que l'avis des actionnaires a permis d'éviter des rémunérations excessives au Royaume-Uni[1657], de même que des études américaines ont montré que la croissance de la rémunération des dirigeants est « *plus lente* » pour les sociétés qui appliquent un régime de *say on pay*[1658].

En revanche, la majorité des études démontre que le vote consultatif, qu'il soit obligatoire ou volontaire, n'a pas d'effet sur la rémunération des membres de la direction, ou a un effet seulement négatif[1659]. Il a ainsi été relevé que les votes négatifs de 20 % ou plus des voix exprimées ne peuvent avoir qu'un effet « *modéré* » sur le niveau de la rémunération[1660]. En outre, des études américaines et britanniques constatent une augmentation de la rémunération des dirigeants lorsque celle-ci est soumise à l'approbation des actionnaires[1661].

[1657] W. ALISSA, « Boards' response to shareholders' dissatisfaction: The case of shareholders' Say on Pay in the UK », 1er mai 2009, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1412880.

[1658] R. CORREA, U. LEL, « Say on Pay laws, executive compensation, CEO pay slice, and firm value around the world », *International Finance Discussion Papers*, mars 2014, n° 1084, p. 1; M.-B. KIMBRO, D. XU, « Shareholders have a say in executive compensation: evidence from Say-on-Pay in the United States », 1er avril 2013, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2209936 ; Pour une étude réalisée en Allemagne, T.-H. TRÖGER, U. WALZ, « Does Say on Pay matter? Evidence from the German natural experiment », *Goethe Universitat*, 13 mai 2014, disponible sur https://test-intranet.law.ox.ac.uk/ckfinder/userfiles/files/Tobias%20Troger%20paper.pdf.

[1659] Par exemple, la résolution relative à la rémunération du directeur général de la société Oracle Larry Ellison a reçu un vote négatif pendant trois ans sans que cela ait eu une quelconque conséquence sur le montant de la rémunération : B. DARROW, « Oracle "say on pay" proposal narrowly defeated by shareholders », *Gigaom*, 11 novembre 2014, disponible sur https://gigaom.com/2014/11/10/oracle-say-on-pay-proposal-narrowly-defeated-by-shareholders/.

[1660] F. FERRI, D.-A. MABER, « Say on Pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK », *Review of Finance*, 2013, vol. 17, issue 2, p. 527.

[1661] J.-N. GORDON, « "Say on Pay": Cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-In », Harvard Law School Journal on Legislation, 2009, vol. 46, p. 323; M. KRONLUND, S. SANDY, « Does shareholder scrutiny affect executive compensation? Evidence from say-on-pay voting », 15 avril 2015, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2358696 : « *When faced with a vote, firms reduce salaries and golden parachutes to CEOs, but increase equity pay and pensions. On net, total pay is higher* » ; Selon une étude réalisée en 2012, la rémunération des dirigeants du FTSE a augmenté de 12 %. V. High Pay Centre, « The state of pay, one year from the High Pay Commission », 3 décembre 2012, p. 4, disponible sur http://highpaycentre.org/files/state_of_pay.pdf.

Par exemple, les dirigeants des grandes sociétés gagnaient en moyenne, en 2009, 181 fois le salaire moyen américain. Aujourd'hui, le rapport est de 257 fois[1662].

En Australie, où le dispositif de *say on pay* est renforcé par l'introduction de la « *Two Strikes Rule* », l'impact du vote n'est pas évident et l'effet dissuasif de cette règle ne semble pas être confirmé en pratique. En effet, si la communication entre dirigeants et investisseurs a pu se développer après le renforcement du *say on pay*, cela ne signifie pas que les dirigeants amendent leurs résolutions en cas de désaccords avec leurs actionnaires ; « *les dirigeants ont semblé rester insensibles à des votes de défiance ou bien à de faibles taux d'approbation des résolutions mises au vote. Les entreprises n'ayant pas donné satisfaction aux actionnaires n'ont pas modifié davantage leur politique en matière de rémunération que ne l'ont fait celles qui ont donné satisfaction à leurs actionnaires* »[1663]. Un sondage réalisé en 2012 auprès des investisseurs en Australie a montré que la majorité doute de l'efficacité de la règle des « deux coups » et souhaite qu'elle soit abrogée[1664]. Par conséquent, il n'est pas certain que le durcissement du dispositif de *say on pay* lui donne un effet plus important sur la rémunération des dirigeants[1665].

En France, il peut être remarqué que l'adoption de la loi Breton en 2005, permettant aux actionnaires de voter sur les parachutes dorés, n'a empêché ni ces derniers, ni les autres types de rémunération, de continuer à augmenter[1666]. L'année 2014, première année d'application du *say on pay*, a connu une augmentation dans les rémunérations des dirigeants des CAC 40[1667].

[1662] S. LAUER, « États-Unis : la rémunération des patrons plus encadrée », *Le Monde*, 5 mai 2015, p. 4.
[1663] F. PALOMINO, « Rémunération des dirigeants d'entreprise : que peut-on attendre du say on pay ? », *EDHEC Business School*, novembre 2012, p. 9.
[1664] Allens listed client survey, « CAMAC review of annual general meetings 2 », 2012, disponible sur http://www.allens.com.au/pubs/pdf/CAMACAllensListedClientSurveyReport.pdf.
[1665] S. BURKE, « Why there's not much to learn from Australia's approach to Say on Pay », *Towers Watson*, 26 février 2013, disponible sur http://www.towerswatson.com/en-AU/Insights/Newsletters/Global/executive-pay-matters/2013/Why-Theres-Not-Much-to-Learn-from-Australias-Approach-to-Say-on-Pay.
[1666] Selon l'agence de vote Proxinvest, en 2010 et après trois années de baisse, les quarante dirigeants du CAC 40 ont vu leur rémunération progresser de 34 %, s'établissant en moyenne à 4,11 millions d'euros. B. FRANÇOIS, « Rapports Proxinvest et ECGS sur la rémunération des dirigeants », *Rev. sociétés* 2012, p. 263.
[1667] Le rapport de Proxinvest de 2015 souligne une hausse de 6 % de la rémunération totale moyenne des présidents exécutifs du CAC 40 qui s'établit en 2014 à 4 210 000 euros : Le dix-septième rapport annuel de Proxinvest, «La Rémunération des Dirigeants des sociétés du SBF 120 », septembre 2015 ; Selon le directeur général de Proxinvest, la hausse a bien redémarré, « *après quelques années de tassement, 2014 est l'année du rebond des rémunérations des dirigeants* » : V. SEGOND, « Votre patron est-il trop payé ? », *Le Monde*, 5 mai 2015, p. 6.

421. Par ailleurs, le faible impact du vote consultatif sur la rémunération a également pu être déduit des taux d'approbation très élevés. Selon le rapport du Haut Comité de Gouvernance d'Entreprise ayant été établi à la suite du vote des assemblées générales des sociétés cotées françaises en 2014, le *say on pay* a été appliqué par la quasi-totalité des sociétés concernées. Les votes émis par les actionnaires étaient largement favorables, les résolutions ayant été adoptées avec une moyenne de 92 % de voix favorables[1668]. Le rapport a pourtant estimé que le degré de précision du projet de résolution consultative se révèle parfois insuffisant[1669]. La seconde saison de *say on pay* n'a vu, comme la première, aucune rémunération rejetée par les assemblées générales avec un taux d'approbation de 87,87 %[1670]. Au Canada, 80 % des soixante plus grandes sociétés de la bourse de Toronto ont procédé au vote consultatif des actionnaires en 2013. D'après les résultats de ce vote, la politique de rémunération a été validée dans 90 % des cas avec une moyenne oscillant entre 80 % et 95 % de voix positives[1671]. Les résultats ne semblent pas différents dans les pays ayant mis en place un vote obligatoire. À titre d'exemple, le taux d'approbation des actionnaires des sociétés américaines en 2014 a atteint 92 %. Seulement 6 % des sociétés ont obtenu moins de 70 % de voix favorables et 2 % des sociétés ont reçu un vote négatif[1672]. De même, les actionnaires britanniques votent, dans la majorité des cas, en faveur de la rémunération fixée par le conseil. Entre 2003 et 2009, neuf résolutions, dont seulement deux dans des grandes sociétés, ont reçu un avis défavorable, alors que 10 % des sociétés ont obtenu moins de 80 % de voix positives[1673].

Selon certains, les forts taux d'approbation démontrent que soit les actionnaires ne s'intéressent pas au vote, soit ce vote n'a pas d'intérêt[1674] ; souvent, les actionnaires acceptent

---

[1668] HCGE, « Rapport d'activité », octobre 2014, § 2.4, p. 18 ; AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit.*, § 2.2, p. 73.
[1669] *Ibid*.
[1670] Le dix-septième rapport annuel de Proxinvest, *op. cit*.
[1671] T. TEDESCO, « Say on pay movement on the rise in Canada, but is it changing anything? », *Financial Post*, 12 mars 2014, disponible sur http://business.financialpost.com/2014/03/12/say-on-pay-movement-on-the-rise-in-canada-but-is-it-changing-anything/.
[1672] Towers Waston, « U.S Executive pay advisory vote: 2014 results for the Russell 3000 », 30 janvier 2015, disponible sur https://www.towerswatson.com/~/media/Pdf/.../Say-on-pay-Update.pdf. Pour les résultats des années précédentes : Sullivan & Cromwell, « 2013 Proxy Season Review », 2 juin 2013, spéc. p. 15, disponible sur http://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_2013_Proxy_Season_Review.pdf ;
V. également, D.-F. LARCKER, A.-L. MCCALL, G. ORMAZABAL, B. TAYAN, « Ten Myths of Say on Pay », *Rock Center for Corporate Governance*, 28 juin 2012, n° CGRP-26, p. 1.
[1673] J.-R. DELMAN, « Structuring Say-on-Pay: A comparative look at global variations in shareholder voting on executive compensation », *Columbia Business Law Review*, 2010, vol. 2010, issue 2, p. 583.
[1674] T. TEDESCO, « Say on pay movement on the rise in Canada, but is it changing anything? », *art. préc*.

« *aveuglément* » les montants de la rémunération proposés par les conseils[1675]. En France, le pourcentage très positif a été justifié par le caractère récent du *say on pay*. Il a été en effet soutenu que « *la première année d'application du say on pay donne toujours lieu à un vote indulgent, de sorte qu'il faut attendre au moins un an ou deux pour que le système entre dans les mœurs et que les votes puissent être considérés comme réellement significatifs* »[1676]. Dans tous les cas, il est fort probable que c'est un désintérêt de la part des actionnaires qui explique cette situation.

422. Les exemples précédents mettent en doute l'efficacité du *say on pay* en matière de rémunération des dirigeants. Le vote, qu'il soit obligatoire ou volontaire, aboutit aux mêmes conséquences. Certains expliquent que le niveau très élevé du vote positif n'est que le corollaire naturel du caractère consultatif du vote, ce qui rendrait inutile la contestation des actionnaires contre le résultat du vote[1677]. Il paraît néanmoins que le caractère contraignant du vote ne change pas grand-chose à cette situation.

b) Faible impact du vote contraignant

423. L'impact du *say on pay* ne semble pas plus significatif dans les systèmes juridiques qui ont donné aux actionnaires le droit de voter à titre décisionnaire sur la rémunération des dirigeants. Certes, dans ces systèmes, les votes négatifs influent sur le niveau de la rémunération dans la mesure où le conseil est obligé de s'incliner devant la volonté de l'assemblée générale. Il n'en demeure pas moins que les taux de désapprobation sont généralement très faibles.

Aux Pays-Bas, par exemple, aucun vote négatif n'a été enregistré entre 2005 et 2007. Le *say on pay* n'a pris effectivement son sens qu'à partir de 2008, date du premier rejet de résolution à l'encontre d'un plan de rémunération à long terme.[1678]. Dans les années suivant la crise financière, certains conseils d'administration ont été amenés à changer ou à modifier leurs politiques de rémunération à la suite des votes défavorables. Ceux-ci demeurent

---

[1675] *Ibid*. V. également, F. FABRIZIO, D. OESCH, « Management influence on investors: evidence from shareholder votes on the frequency of say on pay », *Columbia Business School Research*, 4 novembre 2014, n° 13-1, p.1 ; A. CANUET, « CAC 40: des actionnaires encore trop passifs », *Alternatives économiques*, septembre 2014, n° 338, p. 74.
[1676] O. DUFOUR, « Le say on pay prend ses marques en France ! », *LPA* 30 septembre 2014, n° 195, p. 3.
[1677] S. ROUSSEAU, « Le Say on Pay : l'expérience nord-américaine », *art. préc.*, p. 466.
[1678] Z. BENNANI, J.-X. HECKER, « Rémunération des dirigeants mandataires sociaux : une comparaison des pratiques et des réglementations », *art. préc.*, p. 40.

toutefois très rares. Les votes sont largement favorables et les résolutions sont souvent adoptées avec une moyenne de 90 % de voix[1679].

Il en est de même en Suède. S'il est vrai que la question de la rémunération des dirigeants est moins problématique dans les pays scandinaves où les dirigeants se positionnent derrière leurs homologues américains, britanniques et français, ces pays ont connu, ces dernières années, une augmentation importante des salaires et indemnités accordés aux dirigeants sociaux[1680]. Le mécanisme de *say on pay* n'a cependant pas réussi à pousser les actionnaires en Suède à s'engager plus activement dans la gouvernance de leurs entreprises[1681]. Les résultats de vote montrent que la moyenne d'approbation a atteint 99,3 % en 2011 contre 89,1 % en 2010[1682].

424. Par conséquent, les résultats du vote contraignant des actionnaires sont souvent comparables et même parfois identiques à ceux obtenus lorsque le vote n'est que consultatif. Une partie de la doctrine affirme qu'il n'existe aucune preuve confirmant l'effet du *say on pay* sur le niveau de la rémunération octroyée aux dirigeants et ce, quelle que soit la forme du vote[1683]. À notre sens, il conviendrait de se demander si le faible taux de contestation de la rémunération des dirigeants via le mécanisme de *say on pay* ne démontrerait pas qu'en réalité, il n'y a pas de consensus entre les actionnaires et les politiques ou l'opinion publique sur ce qu'est un excès de rémunération. Il serait également possible de douter du bien-fondé d'associer le capital au contrôle des rémunérations car finalement, ce dernier ne se sent pas concerné par la question ; son attente est essentiellement liée au retour sur investissement et au profit généré par la société. Le *say on pay* pourrait même avoir des effets pervers, puisqu'à considérer que les rémunérations soient effectivement abusives, le vote des actionnaires ne devient alors qu'un moyen de légitimer cet abus par l'absence de vote négatif.

425. L'efficacité du *say on pay* se mesure non seulement à l'aune de l'effet du vote sur le niveau de la rémunération des membres de la direction, mais également sur la corrélation entre rémunération et performance de la société.

[1679] R.-S. THOMAS, C. VAN DER ELST, J.-S. BEASLEY, « Say on pay around the world », *Law & Economics*, 20 janvier 2014, n° 14-10, p. 53.
[1680] *Ibid*.
[1681] OCDE, « Board practices: incentives and governing risks », Publication de l'OCDE, 2011, p. 93 et s.
[1682] R-S. THOMAS, C. VAN DER ELST, J-S. BEASLEY, « Say on pay around the world », *art. préc.*, p. 53.
[1683] F. FERRI, D.-A. MABER, « Say on Pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK », *art. préc.*, p. 527; M.-J. CONYON, G. SADLER, « Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on Pay in the UK », *Management Accounting Section (MAS) Meeting*, 19 août 2009, p. 1: « *We find limited evidence that, on average, 'say on pay' materially alters the subsequent level and design of CEO compensation* ».

B / Impact du *say on pay* sur le lien rémunération / performance

426. Le lien entre la rémunération du dirigeant et la performance de la société a été consacré par la loi TEPA de 2007 qui a conditionné la validité de l'indemnité de départ au respect des conditions de performance[1684]. L'octroi aux actionnaires d'un droit de vote sur la rémunération des dirigeants invite à s'interroger sur l'effet d'un tel vote sur ce lien. En effet, le *say on pay*, en ce qu'il renforce la transparence relative à la rémunération, est conçu comme un mécanisme permettant d'exercer davantage de pression sur les conseils[1685]. Ceux-ci, afin d'éviter le mécontentement des assemblées générales, essayent d'aligner les rémunérations des dirigeants sur la performance de la société[1686]. Toutefois, les études empiriques n'offrent pas d'évidence en la matière[1687]. Il n'en demeure pas moins que ces dernières sont encore, à notre connaissance, très rares et ne permettent pas de mesurer clairement l'impact du *say on pay* sur le lien entre la rémunération du dirigeant et la performance financière de la société[1688].

Dans l'objectif d'améliorer la corrélation entre la rémunération et la performance, le régulateur boursier américain (SEC) a récemment proposé d'adopter la règle dite « *pay for performance* »[1689]. Celle-ci consiste à obliger les entreprises à divulguer la relation entre la rémunération effectivement versée aux dirigeants et la performance financière de la société. La nouvelle règle devrait assurer une plus grande transparence et permettrait aux actionnaires d'être mieux informés au moment du vote sur la rémunération des dirigeants[1690].

427. Par ailleurs, la majorité des études réalisées en la matière se concentre plutôt sur la performance boursière de la société[1691]. Par exemple, la relation entre la mise en place du

---

[1684] V. *supra*, n° 292.
[1685] E. GINGLINGER, « Say on pay : quelles conséquences pour les entreprises ? », *Option Finance* 2013, n° 1235, p. 8.
[1686] S.-D. SOLOMON, « Efforts to rein in executive pay meet with little success », *Deelbook*, 12 juillet 2011, disponible sur http://dealbook.nytimes.com/2011/07/12/efforts-to-rein-in-executive-pay-meet-with-little-success/?_r=0.
[1687] *Ibid* ; R. MONEM, C. NG, « Australia's 'Two-Strikes' Rule and the Pay-Performance link: are shareholders judicious ? », *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, décembre 2013, p. 237.
[1688] Pour une étude récente, Hay Group, « Cooking up a better pay mix: active shareholders emerge as a new ingredient », *The Wall Street Journal / Hay Group 2014 CEO compensation study*, 2015.
[1689] Communiqué de presse n° 2015-78 de la SEC du 29 avril 2015, « SEC proposes rules to require companies proposition to disclose the relationship between executive pay and a company's financial performance », disponible sur http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-78.html.
[1690] *Ibid*.
[1691] V. CUÑAT, M. GINE, M. GUADALUPE, « Say Pays! Shareholder Voice and Firm Performance», *Finance Working Paper* n° 373, 27 février 2013, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2240410 ; M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, « Say-on-pay in a context of concentrated ownership: Evidence from Italy », *CONSOB*, février 2014, p. 5.

say on pay et le rendement boursier a été analysée, aux États-Unis[1692] et en Suisse[1693]. A ainsi été testée la réaction des cours boursiers lors de l'annonce d'un projet législatif sur le *say on pay*. Les résultats de ces analyses montrent que les lois instaurant un vote, consultatif ou contraignant, des actionnaires sur les rémunérations ne sont pas toujours favorablement accueillies. C'est seulement pour des sociétés alliant à la fois mauvaises performances et rémunérations très excessives qu'une législation favorisant la mise en place du *say on pay* est jugée favorablement par les actionnaires. Cela ne concerne finalement qu'un nombre limité de cas[1694]. En revanche, les actionnaires des sociétés dont la performance est bonne se montrent indifférents. Une rémunération jugée excessive par l'opinion publique ne le serait donc pas nécessairement par les actionnaires tant que l'entreprise prospère, ceux-ci s'intéressant en réalité moins au niveau de la rémunération des dirigeants qu'à la performance de la société. En outre, la relation entre la valeur de la société et le *say on pay* met en exergue l'influence de ce mécanisme sur la confiance des investisseurs, mais elle ne traduit pas un impact réel sur le lien rémunération / performance. Dès lors, il conviendrait de se demander si l'objectif d'une nouvelle intervention législative sur le vote des assemblées générales ne serait pas simplement d'assurer la confiance du marché, et non de réduire l'écart entre les sommes accordées aux dirigeants et les résultats de la société et de lutter contre les rémunérations excessives.

428. Quoi qu'il en soit, même s'il peut être admis que le vote de l'assemblée générale sur la rémunération des dirigeants conduit à un certain rapprochement entre rémunérations et performances[1695], rien ne permet de déterminer si ce rapprochement est dû à sa nature contraignante ou consultative. En d'autres termes, l'effet que le vote consultatif produit sur le lien entre rémunérations et performances est similaire à celui produit par le vote contraignant, et même parfois plus important[1696]. En conséquence, il nous semble que le passage à un vote décisionnel d'actionnaires ne saurait être justifié. Cet argument n'est toutefois pas isolé : le

---

[1692] J. CAI, R.-A. WALKLING, « Shareholder's say on pay: Does it create value? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2 avril 2011, vol. 46, issue 2, p. 299.

[1693] A.-F. WAGNER, C. WENK, « Agency versus Hold-up: On the impact of binding Say-on-Pay on shareholder value », *Swiss Finance Institute Research Paper*, 26 février 2015, n° 11-12, p. 1.

[1694] F. PALOMINO, « Rémunération des dirigeants d'entreprise : que peut-on attendre du say on pay » ?, *art. préc.*, p. 8.

[1695] P. CABANE, « Le "Say on pay" : peu d'effets sur la modération des rémunérations », *Les Échos*, 2 juin 2013, p. 9.

[1696] D'après une étude internationale récente, le vote consultatif peut être plus efficace que le vote contraignant. R. CORREA, U. LEL, « Say on Pay laws, executive compensation, CEO pay slice, and firm value around the world », 28 avril 2014, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2430465 : « *while both mandatory and advisory Say on Pay laws are associated with lower CEO pay levels, only advisory Say on Pay laws tighten the sensitivity of executive pay to firm performance* ».

maintien du *say on pay* consultatif peut également être expliqué par l'influence croissante des agences de conseil en vote.

§ 2. L'INFLUENCE CROISSANTE DES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE (*PROXY ADVISORS*)

429. Certains auteurs, même s'ils sont sceptiques quant à l'impact du *say on pay* en matière de rémunération des dirigeants, soulignent que ce principe a le mérite de renforcer le dialogue entre les dirigeants et les actionnaires et donne par là même l'image d'une bonne gouvernance[1697]. En effet, un vote défavorable, même s'il est simplement consultatif, est susceptible d'avoir des conséquences significatives sur la réputation de la société et de ses dirigeants. Le *say on pay* pourrait donc amener les administrateurs à prendre contact avec les actionnaires, notamment les plus importants, avant la tenue de l'assemblée générale pour tester leur réaction sur la résolution relative aux rémunérations. En fonction de la réponse de cette consultation informelle, la société abandonnerait ou conserverait la résolution[1698].

Cependant, cela ne permettrait pas, à notre sens, de conclure de manière définitive que le durcissement du dispositif actuel du *say on pay* pourrait améliorer davantage la gouvernance d'entreprise. En réalité, l'intérêt du vote de l'assemblée générale peut être relativisé par le rôle déterminant des conseillers en matière de vote (*proxy advisors*). Il est vrai que sous l'impulsion de ces prestataires, les résolutions de la société peuvent être remaniées pour promouvoir une meilleure gouvernance d'entreprise[1699]. Néanmoins, l'accroissement de leur influence pourrait avoir, dans certains cas, un effet inverse à celui escompté **(A)**, alors même que leurs activités sont insuffisamment encadrées **(B)**.

[1697] D. GILSHAN, « Six years on lessons from the UK experience », *Railpen Investments and PIRC Limited*, septembre 2009, p. 3: « *Say on pay promotes dialogue between investors and boards and encourages investors to engage with boards on a readily understandable issue, where interests may conflict. It is also a litmus test of how far boards are in touch with the expectations of their investors* ».

[1698] F. BELOT, E. GINGLINGER, « Rendre compte de la rémunération des dirigeants. Qu'attendre du say on pay ? », *RFG* 2013/8, n° 237, p. 57, spéc. p. 62.

[1699] M. PETITIER, T. MELI, « Agences de conseil en vote et pouvoirs des assemblées générales de sociétés cotées », *Dr. Sociétés* 2013, n° 6, étude 12, p. 12 ; *JCP* E 2013, n° 15, 1191, p. 20 ; S. CHOI, J. FISCH, M. KAHAN, « The power of proxy advisors: myth or reality ? », *Emory Law Journal*, 2010, vol. 59, p. 869.

A / La montée en puissance des *proxy advisors*

430. Les *proxy advisors* ont pour rôle d'analyser « *les projets de résolutions présentés lors des assemblées générales et [de publier] à l'intention de leurs clients, en particulier les investisseurs professionnels et gérants de fonds, des recommandations de vote arrêtées selon une politique prédéfinie ou adaptée aux profils et exigences de l'investisseur*»[1700]. L'histoire des conseillers en vote remonte aux années 1980 et 1990, à l'époque où les premières agences de conseil en vote ont été créées aux États-Unis et en Angleterre[1701]. L'internationalisation de l'actionnariat des sociétés cotées et l'incitation pour les investisseurs à être davantage impliqués dans la vie de la société et à exercer leur droit de vote ont permis le développement des agences de conseil en vote en France et, plus généralement, dans toute l'Europe[1702].

Les prestations fournies par ces agences permettent d'encourager l'exercice du droit de vote et d'assurer, par conséquent, une bonne gouvernance[1703]. En effet, le vote en assemblée générale constitue un moyen efficace pour obliger les dirigeants à prendre en compte les intérêts des actionnaires. Toutefois, la tenue au même moment des assemblées générales de plusieurs sociétés dans lesquelles les investisseurs institutionnels détiennent une participation rend difficile pour eux l'exercice de leur droit de vote. Le *proxy advisor* vient donc faciliter la tâche des actionnaires et leur donner un avis sur les résolutions soumises au vote. Ce mécanisme protège les intérêts des actionnaires et leur permet de s'exonérer plus facilement d'une responsabilité éventuelle en cas de non-exercice du droit de vote[1704]. La possibilité d'externaliser le vote présente également l'avantage d'augmenter le taux de participation en assemblée générale et d'éviter une surreprésentation d'actionnaires activistes[1705]. Il s'ensuit que les investisseurs recourent de plus en plus aux services des *proxy advisors* pour obtenir

---

[1700] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit.*, § 2.5.1, p. 35.

[1701] T.-C. BELINFANTI, « The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control », *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2009, p. 384.

[1702] C. MAISON-BLANCHE, « Les agences de conseil en vote : réflexion sur l'encadrement des pratiques », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 447.

[1703] P.-H. CONAC, I. URBAIN-PARLEANI, « L'encadrement de l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) », *in Mélanges P. BISSARA*, Paris : ANSA, 2013, p. 127, spéc. p. 128.

[1704] Par exemple, l'article L. 533-22 du Code monétaire et financier impose aux gestionnaires d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) une obligation de vote. Lorsqu'ils n'exercent pas leurs droits de vote, ils doivent expliquer leurs motifs. v. N. CUZACQ, « Le vote des gestionnaires d'OPCVM », *Rev. sociétés* 2006, p. 491.

[1705] Malgré la modernisation des moyens de vote (votes par correspondance facilités, recours à des plateformes de vote électroniques sécurisées…), des cas de quorum faible demeurent dans les grandes sociétés dont l'actionnariat est éclaté ou qui ne disposent pas d'un actionnaire de contrôle. C'est la raison pour laquelle la loi du 26 juillet de 2005 a réduit le quorum en assemblée générale ordinaire de 25 % à 20 %, et en assemblée générale extraordinaire de 33,34% à 25% sur première convocation, et de 25 % à 20 % sur deuxième convocation. v. C. MAISON-BLANCHE, « Les agences de conseil en vote : réflexion sur l'encadrement des pratiques », *art. préc.*, p. 447.

leur avis, positif ou négatif, sur les résolutions de la société. Le rôle des agences de conseil en vote a été renforcé par l'ordonnance du 9 décembre 2010[1706] qui a libéralisé le régime du mandat de vote en droit des sociétés[1707]. Ainsi, l'actionnaire peut désormais désigner comme mandataire toute personne physique ou morale pour participer et voter à l'assemblée générale, alors que la procuration de vote n'était auparavant possible qu'entre actionnaires ou au bénéficie du conjoint de l'actionnaire[1708]. Cette possibilité offerte aux actionnaires ouvre la voie aux mandataires professionnels, et notamment aux *proxy advisors*[1709].

431. Les agences de conseil en vote exercent une influence très importante sur les votes en assemblées générales[1710]. En matière de *say on pay*, les effets de leurs préconisations sont notables[1711]. Des études réalisées aux États-Unis ont pu montrer que le taux d'approbation peut atteindre 95 % des voix exprimées si le régime de rémunération a reçu l'assentiment de l'agence de conseil, alors que l'appui chute à 68 % lorsque cette agence émet une recommandation de vote négative[1712]. De même, des recommandations défavorables ont été formulées, en 2013, à l'égard des politiques de rémunération de huit sociétés canadiennes. Pour six de ces sociétés, les taux d'approbation des politiques ont été significativement inférieurs aux taux usuels. Pour les deux autres sociétés, les régimes de rémunération n'ont pas été approuvés par les actionnaires[1713].

L'influence des agences de conseil en vote n'est pas en elle-même contestable. En effet, les actionnaires ont demandé à l'agence de les conseiller. Le choix de l'agence est d'ailleurs opéré en fonction des préférences de l'investisseur en matière de gouvernance

---

[1706] Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010, *op. cit*.
[1707] V. *supra*, n° 285.
[1708] C. com. art. L. 225-106.
[1709] H. GUYADER, « L'actionnaire transnational et la directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 30, p. 265.
[1710] J.-E. BETHEL, S.-L. GILLAN, « The impact of the institutional and regulatory environment on shareholder voting », *Financial Management*, 2002, vol. 31, n° 4, p. 29 ; J. CAI, J. GARNER, R. WALKING, « Electing Directors », *The Journal of Finance*, octobre, 2009, vol. 64, issue 5, p. 2389.
[1711] Y. ERTIMUR, F. FERRI, D. OESCH, « Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from Say on Pay», *Journal of Accounting Research*, décembre 2013, vol. 51, issue 5, p. 951.
[1712] R.-S.THOMAS, A.-R, PALMITER, J.-F. COTTER, « Dodd-Frank's Say on Pay: will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance? », *art. préc.*, p. 1252 ; R.-S.THOMAS, A.-R, PALMITER, J.-F. COTTER, «The first year of 'say on pay' under Dodd-Frank: An empirical analysis and look forward », *George Washington Law Review*, 2013, vol. 81, n° 3, p. 967; Par exemple, les rémunérations des dirigeants de Citigroup n'ont pas été approuvées par les actionnaires suite aux recommandations défavorables d'ISS et de Glass Lewis & Co. A. VICTORIA, « Citigroup: les actionnaires censurent la paie des dirigeants ! », *Boursier*, 18 avril 2012, disponible sur http://www.boursier.com/actions/actualites/news/citigroup-les-actionnaires-censurent-la-paie-des-dirigeants-479217.html.
[1713] S. ROUSSEAU, « Le Say on Pay : l'expérience nord-américaine », *art. préc.*, p. 468.

d'entreprise[1714]. Cependant, le problème soulevé par les agences de conseil en vote tient à ce qu'elles exercent une influence déterminante sur le vote alors que la qualité de leurs recommandations n'est pas assurée : la méthodologie utilisée est uniforme et leurs analyses sont davantage fondées sur les principes de bonne gouvernance que sur les stratégies économiques de la société[1715]. En outre, ces analyses sont souvent suivies sans véritable étude par les actionnaires ; il se peut également que le sens des préconisations soit ébruité dans la presse ou au sein d'un cercle d'initiés, de sorte que même les actionnaires minoritaires sont influencés[1716]. La place grandissante tenue par les *proxy advisors* incite ainsi à se demander si ce sont réellement les actionnaires qui votent[1717]. Une partie de la doctrine constate que ces acteurs ont tendance « *à imposer leur expertise en matière de gouvernance, exerçant par la répétition de leurs recommandations un véritable pouvoir normatif* »[1718]. Un auteur est allé plus loin et n'a pas hésité à mettre en cause le principe même du vote d'actionnaires. Selon cet auteur, « *parler de démocratie actionnariale n'a guère de sens, puisque le vote est en général acquis avant la tenue physique des assemblées générales* »[1719].

De plus, l'activité des agences de conseil en vote est concentrée en un nombre limité d'acteurs. Actuellement, le marché est dominé par deux prestataires[1720]. Le principal est Institutional Shareholder Service (ISS), société cotée à la Bourse de New York et qui occupe plus de 61 % du marché du conseil en vote. Cette société est également dominante en Europe[1721] ; le second fournisseur est Glass, Lewis & Co, également américain, avec une part de marché de 36 %. Un certain nombre d'autres sociétés aux États-Unis et en Europe

[1714] P.-H. CONAC, I. URBAIN-PARLEANI, « L'encadrement de l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) », *art. préc.*, p. 130.
[1715] C. COUPET, *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, Paris : L.G.D.J, 2015, p. 518.
[1716] *Ibid*; A. VERDAM, « An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting », décembre 2006, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835.
[1717] J. LE MAUX, I. TCHOTOURIAN, « Approche critique du say on pay. Premières leçons d'une analyse substantielle sur les orientations contemporaines du droit des sociétés », *RIDE* 2013, n° 4, p. 557.
[1718] M. GERMAIN, V. MAGNIER, M.-A. NOURY, « La gouvernance des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 31.
[1719] J. SIMON, « Le concept de gouvernance. Le code de gouvernance AFEP-MEDEF », *Gaz. Pal.* 28 août 2014, n° 240, p. 20.
[1720] Institut sur la Gouvernance d'Organisations Privées et Publiques (IGOPP), « Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (proxy advisors) : Quelques recommandations de politiques », 2013, p. 15.
[1721] ESMA, « An overview of the proxy advisory industry. Considerations on possible policy options », *op. cit.*, p. 11.

fournissent aussi des services liés aux votes, mais à une moindre échelle[1722], comme, par exemple, Proxinvest en France[1723].

C'est notamment en raison de l'influence des *proxy advisors* et au regard de la part de marché détenue par les agences américaines que l'AFEP s'est opposée à l'octroi aux actionnaires d'un droit de vote décisionnel sur les rémunérations des dirigeants sociaux. En réalité, une telle solution « *reviendrait à confier aux fonds d'investissement anglo-américains, qui détiennent une grande partie de la capitalisation des grandes entreprises françaises […], le pouvoir de fixer les rémunérations et ainsi d'inciter les dirigeants à maximiser les profits à court terme au détriment de la pérennité des entreprises* »[1724]. Il paraît donc que le dialogue souhaité entre les investisseurs et la société à travers le vote sur la rémunération des dirigeants n'est pas toujours réalisable. Le *say on pay* risque même d'avoir « *l'effet inverse à celui qui est recherché* »[1725].

432. Par ailleurs, la faible concurrence en matière de conseil en vote et les relations entretenues entre les émetteurs et l'agence ou entre celle-ci et certains actionnaires aboutiraient, dans certains cas, à une situation de conflits d'intérêts[1726]. En effet, lorsque le rôle de l'agence en conseil de vote se limite à l'exercice du droit de vote et à la défense des intérêts des investisseurs, aucun conflit d'intérêts n'existe. Toutefois, un vrai risque peut apparaître lorsqu'une même agence de vote donne des conseils à la fois aux actionnaires et aux émetteurs qui sollicitent parfois des conseils en matière de gouvernance d'entreprise[1727]. Des conflits d'intérêts sont aussi susceptibles de naître lorsque l'agence fournit des conseils sur des résolutions d'actionnaires proposées par ses propres clients[1728]. L'actionnaire peut également être à l'origine du conflit d'intérêts en profitant de l'effet déterminant des

---

[1722] IGOPP, « Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (proxy advisors) : Quelques recommandations de politiques », *op. cit.*, p. 15.

[1723] En 2014, Proxinvest a analysé les résultats de vote de 6 252 résolutions proposées dans 369 assemblées générales françaises. V. Le dix-huitième rapport annuel de Proxinvest, « Les assemblées générales des sociétés cotées françaises, saison 2014 », décembre 2014.

[1724] AFEP, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, "Réponse de l'AFEP au Livre vert" », 13 juillet 2011, p. 13.

[1725] F.-M. LAPRADE, « Vices et vertus du say on pay », *Option Finance* 2013, n° 1224, p. 28, spéc. p. 29.

[1726] T. LI, « Conflicts of interest within the proxy advisory industry », *Ethical boardroom*, 20 janvier 2015, disponible sur http://ethicalboardroom.com/activism/conflicts-interest-within-proxy-advisory-industry/.

[1727] T. LI, « Outsourcing corporate governance: Conflicts of interest within the proxy advisory industry », 28 décembre 2014, p. 1, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2287196 ; Selon l'European Securities and Markets Authority (ESMA), le risque est que les agences fournissent des conseils inappropriés, car ils ont déjà conseillé les investisseurs sur la façon de lire les déclarations des émetteurs. Celles-ci ont elles-mêmes été faites selon les conseils de l'agence. ESMA, « An overview of the proxy advisory industry. Considerations on possible policy options », 22 mars 2012, p. 21.

[1728] Livre vert de la Commission européenne, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », *op. cit.*, p. 17.

recommandations du *proxy advisor* ; de la sorte, des actionnaires majoritaires pourraient exploiter la relation particulière existant entre eux et les conseillers en vote pour obtenir une recommandation qui leur serait favorable[1729]. Il est donc concevable que la détermination de la rémunération des dirigeants connaisse une nouvelle forme de conflit d'intérêts.

433. En conséquence, l'intérêt du renforcement du pouvoir des actionnaires en matière de vote sur la rémunération peut être relativisé par l'influence des agences de conseil en vote et les conflits d'intérêts qui sont susceptibles de résulter de leurs activités, tandis que l'encadrement de celles-ci semble encore limité.

B / L'encadrement limité des *proxy advisors*

434. Les craintes à l'égard de l'influence des *proxy advisors* et au conflit d'intérêts qui peut en résulter se sont tôt exprimées. Dès 2005, le rapport de l'AMF pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires a relevé que « *certaines sociétés de conseil de vote cumulaient les activités de conseil avec celles d'opérateur mais aussi de défense des intérêts des actionnaires, de notation des pratiques de corporate governance des sociétés, voire de gestion de portefeuille* »[1730]. L'AMF avait déjà souligné « *qu'une suspicion plane sur les systèmes de proxy voting providers, notamment sur la portée d'un vote qui pourrait être exercé de manière inconsciente, ou "aveugle", car fondé sur un conseil insuffisamment éclairé* »[1731]. Le rapport appelle ainsi les actionnaires à procéder eux-mêmes à un examen attentif du sens et de la portée des résolutions proposées par la société[1732]. En 2009, l'OCDE a indiqué que l'importance croissante des investisseurs institutionnels rendait nécessaire de s'intéresser au rôle des *proxy advisors* et d'accroître la concurrence afin d'éviter les conflits d'intérêts potentiels[1733].

[1729] A. OMAGGIO, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ? », *JCP* E 2009, n° 46, 2065, p. 29, spéc. p. 33.
[1730] AMF, « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France », 6 septembre 2005, p. 27.
[1731] *Id.*, p. 26.
[1732] *Ibid*.
[1733] OCDE, « Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages », juin 2009, p. 11: « *As the importance of institutional shareholders increases, greater attention needs to be given to proxy advisors and to the potential for conflicts of interest. It is also claimed that there is a danger of "one size fits all" voting advice so that a competitive market for advice needs to be encouraged* ».

435. En 2010, le législateur a fait un premier pas vers l'encadrement des agences de conseil en vote, même s'il ne les a pas visées spécifiquement[1734]. Ainsi, les conseillers en vote sont désormais soumis à l'obligation d'information imposée à tout mandataire de révéler les faits permettant aux actionnaires d'évaluer le risque éventuel que le mandataire puisse poursuivre un intérêt autre que le leur[1735]. Le Code de commerce impose également à toute personne qui procède à une sollicitation active de mandats de rendre publiques sa politique de vote ou ses intentions de vote sur les résolutions présentées à l'assemblée générale[1736]. Cette dernière disposition vise à faire face aux pratiques dites de « batailles de mandats » ou de « *proxy fights* »[1737]. Celles-ci consistent pour un actionnaire à réunir suffisamment de procurations pour avoir lors d'une assemblée générale le pouvoir permettant d'empêcher ou de faire voter une résolution donnée[1738]. Les *proxy advisors*, pouvant désormais jouer le rôle de mandataire[1739], disposent de cette capacité à se faire entendre. Or, la publication de la politique de vote n'aurait pas forcément pour effet d'atténuer les batailles de mandats[1740]. L'agence pourrait en effet avoir intérêt à publier sa politique de vote pour avoir un maximum de procurations. En cas de non-respect des obligations de transparence, le mandat serait caduc[1741]. Le tribunal de commerce peut également, à la demande du mandant, priver le mandataire du droit de participer en cette qualité à toute assemblée de la société concernée pendant une durée maximale de trois ans[1742]. Par ailleurs, la responsabilité de l'agence vis-à-vis de l'émetteur en cas d'erreur d'analyse peut être engagée sur le fondement de l'article 1382 du Code civil, mais une difficulté pratique se pose quant à l'établissement du préjudice et du lien de causalité avec l'erreur alléguée[1743].

[1734] Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010, *op.cit.* B. DONDERO, « Le mandat de vote confié à un tiers », *RTDF* 2011, n° 4, p. 57.
[1735] C. com. L. 225-106-1, al. 3.
[1736] C. com. L. 225-106-2 : « *Toute personne qui procède à une sollicitation active de mandats, en proposant directement ou indirectement à un ou plusieurs actionnaires, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, de recevoir procuration pour les représenter à l'assemblée d'une société mentionnée aux troisième et quatrième alinéas de l'article L. 225-106, rend publique sa politique de vote. Elle peut également rendre publiques ses intentions de vote sur les projets de résolution présentés à l'assemblée. Elle exerce alors, pour toute procuration reçue sans instructions de vote, un vote conforme aux intentions de vote ainsi rendues publiques* ».
[1737] T. DE RAVEL D'ESCLAPON, « Batailles de procurations : une nécessaire réglementation ? », *LPA* 5 octobre 2009, n° 198, p. 5
[1738] AMF, « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France », *op. cit.*, p. 24.
[1739] V. *supra*, n° 430.
[1740] S. TORCK, « Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire », *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 153, p. 334.
[1741] C. com. L. 225-106-1, al. 3.
[1742] C. com. L. 225-106-3.
[1743] A. OMAGGIO, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ? », *art. préc.*, p. 33.

436. Ces mesures ont été complétées par une recommandation de l'AMF[1744]. Même si la relation entre l'agence de conseil et l'actionnaire relève strictement de la sphère contractuelle, l'AMF justifie son intervention par le rôle significatif que les *proxy advisors* jouent sur les investisseurs institutionnels, en particulier étrangers, et par conséquent, sur les assemblées générales[1745]. Il est ainsi recommandé que les agences publient en ligne leurs politiques de vote de telle sorte qu'elles permettent une meilleure compréhension par les investisseurs et, le cas échéant, les émetteurs, des raisons pour lesquelles l'agence exprime une recommandation positive ou négative sur un projet de résolution spécifique[1746]. L'AMF invite aussi à renforcer le dialogue entre les agences de conseils et les sociétés en transmettant à la société le rapport de l'agence préalablement à sa diffusion[1747]. La dernière recommandation porte sur la nécessité pour l'agence de définir et de publier sur son site Internet les mesures raisonnables et appropriées visant à prévenir d'éventuels conflits d'intérêts susceptibles de l'affecter, ses dirigeants ou les membres de ses équipes en charge de l'analyse des résolutions[1748]. Si ces préconisations semblent suffisamment exigeantes, leur portée pourrait toutefois être limitée par le fait que les agences de vote sont surtout étrangères et ne sont pas tenues de respecter ces mesures[1749]. L'AMF a d'ailleurs indiqué son souhait qu'une recommandation soit également adoptée au niveau européen ou international[1750].

La Commission européenne s'est saisie de la question dans le cadre de son livre vert relatif à la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne[1751]. Après avoir reçu une majorité de réponses favorables à un encadrement des activités des agences de conseil en vote, la Commission a inséré dans sa proposition de 2014 des dispositions sur ces agences tendant à éviter les conflits d'intérêts et à améliorer leur transparence[1752]. Dans la continuité

[1744] Recommandation AMF n° 2011-06, « Agences de conseil en vote », 18 mars 2011.
[1745] D. MARTIN, C. FALLET, « Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote », *Actes prat. ing. sociétaire,* juillet-août 2011, p. 1 ; M. STORCK, « L'AMF rappelle son attachement au vote de tous les actionnaires et publie une recommandation relative aux agences de conseil en vote », *RD bancaire et fin.* 2011, n° 3, p. 70 ; M. STORCK, « Recommandation AMF n° 2011-06 du 18 mars 2011 sur les agences de conseil en vote », *RTD com*. 2011 p. 380.
[1746] Recommandation AMF n° 2011-06, *op. cit.*, point 1, p. 2.
[1747] *Id.*, point 3, p. 3.
[1748] *Id.*, point 4, p. 3.
[1749] P.-H. CONAC, « Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011 », *Rev. sociétés* 2011, p. 459 ; P.-H. CONAC, « L'amélioration des règles applicables aux conseillers en vote », *Rev. sociétés* 2013 p. 404 ; S. TORCK, « AMF : Un pas vers la régulation des agences de conseil en vote », *Dr. Sociétés* 2011, n° 7, comm. 134, p. 23.
[1750] Recommandation AMF n° 2011-06, *op. cit.*, p. 2.
[1751] Livre vert de la Commission européenne, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », *op. cit.*, p. 16.
[1752] Proposition de directive du Parlement européen du 9 avril 2014, *op. cit.*, art. 3 decies. La proposition reprend en grande partie les recommandations de l'AMF.

du livre vert, un groupe de l'European Securities and Markets Authority (ESMA)[1753] a engagé un travail prospectif sur les *proxy advisors*. N'ayant constaté aucune « *anomalie de marché* » dans les relations entre les agences de conseil, les investisseurs et les sociétés, le groupe de travail a estimé que pour le moment, l'introduction de mesures contraignantes visant les conseillers en vote n'était pas justifiée[1754]. Toutefois, l'ESMA s'est prononcée en faveur d'un code de bonne conduite en la matière, ce qui a été réalisé récemment[1755]. L'avenir devrait nous dire si l'option pour une autorégulation des agences de conseil en vote est un choix judicieux et s'il n'aurait pas dû lui être préféré une réglementation contraignante[1756].

437. Quoi qu'il en soit, le cadre juridique des activités et de la responsabilité des *proxy advisors* devrait être pris en compte avant le renforcement des pouvoirs des actionnaires en matière de vote sur les rémunérations des dirigeants sociaux. Dans l'état actuel, il nous semble que le passage à un *say on pay* contraignant, d'ailleurs recommandé par les agences de conseil[1757], serait inopportun. D'un côté, l'intérêt d'améliorer le dialogue entre les actionnaires et les sociétés peut être relativisé au regard de l'importance du rôle des agences de conseil et de l'influence qu'elles exercent sur les votes des assemblées générales. D'un autre côté, un vrai risque de conflit d'intérêts est susceptible de découler de l'activité des conseillers en vote alors même que leur encadrement relève largement de l'autorégulation. Il est donc préférable que le *say on pay* continue à relever du droit souple.

[1753] Le Corporate Gouvernance Advisory Group, sous l'égide du Corporate Finance Standing Committee, un des comités permanents de l'ESMA.

[1754] ESMA, « Final report feedback: statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry », 19 février 2013, p. 3: « *[…] it has not been provided with clear evidence of market failure in relation to how proxy advisors interact with investors and issuers. On this basis, ESMA currently considers that the introduction of binding measures would not been justified* ».

[1755] ESMA, « Best practice principles for providers of shareholder voting research & analysis », mars 2014.

[1756] S. TORCK, « Rapport final de l'ESMA sur les agences de conseil en vote », *Dr. Sociétés* 2013, n° 5, comm. 78, p. 35 ; K. SERGAKIS, « ESMA et agences de conseil en vote : un rapprochement délicat à la recherche d'une transparence volontaire », *Bull. Joly Bourse* 2013, § 76, p. 198 ; *Contra*, C. COUPET, *L'attribution du droit de vote dans les sociétés, op. cit.*, p. 529 : « *Seul un instrument ayant une véritable force contraignante devrait à cet égard être utilisé […]. Les agences de conseil en vote ont une influence qui dépasse les problématiques de droit des sociétés. La réglementation de leur activité obéit également à une logique de protection des investisseurs et du bon fonctionnement du marché* ».

[1757] Entretien avec P.-H. LEROY, « Sur quelques questions relatives au vote en assemblée générale », *Dr. Société* 2014, n° 7, p. 4.

CONCLUSION DU CHAPITRE 2

438. L'octroi aux actionnaires d'un droit de vote sur la rémunération des dirigeants sociaux s'inscrit dans un mouvement de renforcement des pouvoirs des assemblées générales des sociétés cotées[1758]. Les liens privilégiés qui peuvent exister entre les administrateurs et les dirigeants, ou entre ces derniers et les actionnaires majoritaires impliquent de promouvoir la démocratie actionnariale afin d'assurer une « *égalité réelle entre associés* »[1759] et d'éviter les conflits d'intérêts et les excès susceptibles d'en résulter. Le principe de *say on pay* est conçu comme un moyen de réaliser cet objectif en améliorant l'information des actionnaires et en stimulant la communication entre eux et la direction de la société.

Plusieurs pays ont d'ailleurs introduit ce principe dans leur droit, mais les modalités du vote diffèrent d'un pays à l'autre. Alors que la France a choisi un type de *say on pay* consultatif et volontaire, une tendance à l'instauration d'un vote décisionnel des actionnaires continue à se développer à travers le monde. La question se pose donc de savoir si, au vu de ce contexte international, la France pourrait y échapper. Il nous semble que la mise en place d'un vote contraignant n'est pas, au moins actuellement, opportune. En effet, l'impact incertain du *say on pay*, quelles que soient les modalités de sa mise en œuvre, sur le niveau de la rémunération des dirigeants, et l'absence d'un encadrement strict des agences de conseil en vote invitent à la méfiance quant à l'instauration d'un vote décisionnel et non simplement consultatif. En outre, si le vote consultatif offre plus de souplesse, il peut produire en pratique des effets quasi similaires à ceux d'un vote contraignant, surtout concernant le lien entre rémunérations et performances[1760].

439. Par ailleurs, le *say on pay* contraignant est critiqué dans la mesure où il remet en cause l'équilibre des pouvoirs au sein de la société anonyme, et porte par là même atteinte aux principes fondamentaux relatifs aux compétences des organes sociaux[1761]. En revanche, le

---

[1758] A. COURET, « Le droit de vote des actionnaires : état des lieux », *RTDF* 2011, n° 4, p. 13 ; J.-M. MOULIN, « Propos introductifs sur le droit de vote de l'actionnaire », *RTDF* 2011, n° 4, p. 5 ; V. dans ce sens les recommandations récentes de l'AMF n° 2012-05, « Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », 11 février 2015.

[1759] F. DEBOISSY, « L'essentiel des réformes : Le renforcement de la démocratie actionnariale », *LPA* 2 août 2007, n° 154, p. 13

[1760] J. BUHART, N. LA FONT, « Say on pay à la française - Quelles leçons tirer du droit comparé ? », *JCP* G 2013, n° 4, 91, p. 158.

[1761] A. COURET « Les commandements de la gouvernance en anglais et en trois mots », *art. préc.*, p. 153 ; AFEP, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, "Réponse de l'AFEP au Livre vert" », *op. cit.*, p. 12.

vote consultatif n'empiète pas sur les prérogatives du conseil d'administration qui demeure souverain quant à la détermination du montant de la rémunération.

440. De surcroît, une difficulté pratique est soulevée quant à la conciliation entre la procédure des conventions réglementées et l'octroi aux actionnaires d'un droit de vote décisionnel sur les rémunérations[1762]. Par exemple, la question peut se poser à propos d'une indemnité de départ autorisée par l'assemblée générale comme convention réglementée. Comment alors concilier cette autorisation avec un avis négatif, rendu dans le cadre du *say on pay*, quand l'indemnité est attribuée[1763] ? L'interrogation est, en réalité, pertinente et ce, peu importe la nature du vote. Une première solution consisterait à généraliser la procédure des conventions réglementées[1764]. Celle-ci serait donc applicable à tous les éléments de la rémunération. Pour les partisans de l'autorégulation, il suffirait de supprimer cette procédure et de se contenter du *say on pay* consultatif[1765]. À notre sens, la solution pourrait consister en la modification du dispositif actuel du *say on pay*, mais toujours dans le cadre du droit souple, pour recommander de soumettre uniquement la politique de rémunération au vote de l'assemblée générale. Une telle solution permettrait aux actionnaires d'exercer leur contrôle en amont sur le régime de rémunération, sans pour autant porter atteinte aux règles contraignantes et aux principes fondamentaux relatifs à la détermination de la rémunération.

441. Concrètement, si l'on estime que les rémunérations des dirigeants doivent être diminuées, il n'est pas certain que le *say on pay* puisse permettre ce résultat. Il ne faut pas oublier que l'augmentation des rémunérations des dirigeants des trente dernières années a coïncidé avec une augmentation constante du pouvoir des actionnaires[1766]. En revanche, ce principe a pour vertu de refléter l'image d'une bonne gouvernance d'entreprise et de renforcer la confiance du marché. Tout comme l'explique un auteur, « *le say on pay ne vise pas à réduire les salaires des dirigeants par principe, mais à forcer les conseils d'administration, et les comités de rémunération à mieux expliquer leurs décisions* »[1767]. Dans ce cas, il n'y aurait

---

[1762] L. JOBERT, « Consécration du « say on pay à la française » (À propos de l'article 24.3 du Code révisé de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF) », *RD bancaire et fin.* 2013, n° 5, p. 40, spéc. p. 41.
[1763] M. GERMAIN, V. MAGNIER, M.-A. NOURY, « La gouvernance des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 27 ; M. GERMAIN, « Le droit de vote », *Dr. Société* 2014, n° 7, p. 5, spéc. n° 7.
[1764] S. TORCK, « Rémunération des dirigeants de sociétés cotées : la régulation plutôt que la moralisation », *Dr. Société* 2013, n° 10, comm. 163, p. 29.
[1765] *Ibid*.
[1766] J. FOX, « Who Should Actually Have Say on Pay? », *Harvard Business Review*, 30 mai 2013, disponible sur https://hbr.org/2013/05/who-should-actually-have-say-on-pay/.
[1767] C. DE WATRIGANT, « Un say on pay à la française est-il envisageable ? », *art. préc.*, p. 3.

pas besoin d'alourdir encore la législation en la matière et d'imposer un vote décisionnel des actionnaires, le caractère consultatif ou contraignant du vote n'étant pas déterminant.

Au final, bien qu'il ne soit pas question de se prononcer contre la mise en œuvre d'une part de démocratie au sein des sociétés[1768], il convient de rappeler que « *l'actionnaire, comme le citoyen, n'est pas intéressé par l'exercice direct du pouvoir. Il veut seulement s'assurer que ceux qui l'exercent en son nom n'abusent pas de la délégation qui leur a été consentie* »[1769].

[1768] C. CLERC, « Réflexions sur la démocratie actionnariale », *RTDF* 2007, n° 3, p. 88 : « *Il est des principes dont le seul énoncé emporte adhésion. […] La séduction qu'ils exercent conduit à les prendre pour postulat avant même de les avoir sérieusement examinés. La « démocratie actionnariale » fait partie de ceux-là. À force d'être invoquée par les actionnaires des sociétés cotées, reprise par les journalistes, consacrée par les pouvoirs publics et intégrée dans les réflexions sur la gouvernance des sociétés, la notion prend valeur de paradigme. Peut-on être contre la démocratie ?* ».

[1769] Y. GUYON, « La société anonyme, une démocratie parfaite », *in Mélanges C. GAVALDA, Propos impertinents de droit des affaires*, Paris : Dalloz, 2001, p. 133, spéc. 134.

CONCLUSION DU TITRE 1

442. Les manifestations du droit souple en matière de rémunération des dirigeants sociaux ne cessent de se multiplier depuis quelques années, que ce soit sur le plan international, communautaire ou interne. Les différents avis, recommandations et codes de gouvernement d'entreprise visent à adresser des règles de bonne conduite tant aux mandataires sociaux qu'aux actionnaires. Il paraît pourtant que l'efficacité des règles souples en matière de rémunération des dirigeants n'est pas clairement établie. En réalité, ces règles relèvent davantage « *de la mythologie ou de l'effet de mode que de la solution pour répondre aux turbulences économico-financières* »[1770].

Cependant, la question de la rémunération des dirigeants ne peut plus être abordée sous le seul angle économique. La volonté d'encadrer ces rémunérations est issue davantage de critiques morales et sociales qu'économiques[1771]. Or, le droit dur a montré ses limites en la matière dans la mesure où le plafonnement des rémunérations ou l'interdiction de certains de ses éléments sont des solutions souvent exclues par le législateur, ce qui permettrait d'expliquer le choix de l'autorégulation[1772]. En effet, même si elles n'ont pas d'effet important sur le niveau de la rémunération, les règles souples semblent avoir la capacité de donner l'image d'une bonne gouvernance d'entreprise, et de restaurer par là même la confiance des investisseurs. Finalement, l'efficacité d'une nouvelle intervention législative ajoutant des obligations réglementaires au sujet de la détermination de la rémunération des dirigeants et dérogeant aux principes de l'économie libérale n'est pas certaine.

443. Dans tous les cas, le caractère souple de la réglementation applicable à la rémunération ne signifie pas qu'aucun contrôle ni aucune sanction n'accompagnent sa mise en œuvre ; le contrôle du droit souple s'opère en réalité fondamentalement grâce à la transparence dont il doit faire l'objet, tandis que toute sanction ne serait envisageable qu'au travers des irrégularités constatées dans les déclarations portant sur son application.

[1770] J. LE MAUX, I. TCHOTOURIAN, « Approche critique du say on pay. Premières leçons d'une analyse substantielle sur les orientations contemporaines du droit des sociétés », *art. préc.*, p. 557.
[1771] P. FENOT, « Élément de sociologie de la rémunération des dirigeants : de la légitimité de la rémunération au besoin social d'encadrement », *Rev. Lamy dr. aff*. 2013, n° 85, p. 14.
[1772] J. THÉRON, « Éthique de la gouvernance » *in* « Chronique Éthique de l'entreprise (1ère partie) », *LPA* 19 août 2014, n° 165, p. 6.

TITRE -2-

LE CONTRÔLE DE L'APPLICATION DES RÈGLES SOUPLES

444. Il ne suffit pas d'édicter des règles de bonne conduite pour que les rémunérations des dirigeants sociaux soient encadrées. Encore faut-il que ces règles soient observées. Relevant du droit souple, les recommandations de gouvernance d'entreprise sont dépourvues de toute force contraignante et ne peuvent pas donc être sanctionnées. Se pose alors la question de l'efficacité et de la force normative de ces recommandations. Afin de bien apprécier cette force normative, il est nécessaire de distinguer les notions de « *valeur normative* » et de « *portée normative* »[1773]. Alors que la première renvoie à la source de la norme, à la qualité et à l'autorité de son auteur[1774], la seconde concerne plutôt les effets de la norme et la manière dont elle est perçue et réceptionnée par ses destinataires. Ainsi, même si elle n'a qu'une valeur normative faible, une règle peut revêtir une portée normative forte tant qu'elle est perçue comme obligatoire par ses destinataires[1775]. Par conséquent, l'efficacité des règles souples peut être analysée sans pour autant se pencher sur leur caractère juridique[1776]. Autrement dit, la force normative ne doit pas se confondre avec la force obligatoire[1777].

Dès lors, dans l'objectif de s'assurer de la réelle mise en œuvre des règles souples par leurs destinataires, le législateur a instauré une technique de régulation souple par la transparence. Celle-ci consiste en une information portant sur l'application d'un code de gouvernement d'entreprise par les entreprises **(Chapitre 1)**. Si aucune sanction n'est prévue en cas de non-respect de l'une des recommandations, le fait de communiquer des informations fausses en la matière peut être sanctionné **(Chapitre 2)**.

[1773] C. THIBIERGE, « Le concept de force normative », *in* C. THIBIERGE (dir.), *La force normative. Naissance d'un concept*, Paris : L.G.D.J, 2009, p. 813, spéc. 822.
[1774] D. GALLOIS-COCHET, M. GERMAIN, « L'administrateur de société cotée », *Actes prat. ing. sociétaire*, janvier-février 2007, p. 22 : « *Si l'on admet que c'est la légitimité de son auteur qui donne à la norme sa juridicité, alors on doit considérer que les principes de gouvernement d'entreprise ne sont pas des règles de droit* ».
[1775] C. THIBIERGE, *art. préc.*, p. 822.
[1776] V. *supra*, n° 326.
[1777] F. TERRÉ, « Forces et faiblesse de la norme », *in* C. THIBIERGE (dir.), *La force normative. Naissance d'un concept, op. cit.*, p. 19.

CHAPITRE -1-

UN CONTRÔLE PAR L'INFORMATION

445. Le contrôle des règles souples relatives à la rémunération des dirigeants est fondé sur la transparence relative à l'application ou à la non-application de ces règles. La transparence apparaît donc à nouveau, mais cette fois avec le droit souple pour objet[1778], comme le moyen d'améliorer la gouvernance d'entreprise et, par conséquent, pour répondre aux attentes des actionnaires et du marché[1779]. Cette transparence est mise en œuvre à travers le principe dit « se conformer ou expliquer » (*comply or explain*)[1780]. En vertu de ce principe, les sociétés doivent déclarer chaque année, dans des documents destinés au marché, dans quelle mesure elles se conforment aux règles de bonne gouvernance contenues dans un code ou un rapport de référence ; si la société ne se réfère pas à un tel code, ou si elle en écarte certaines dispositions, elle doit en expliquer les raisons[1781] **(Section 1)**.

Le principe « se conformer ou expliquer » présente une grande souplesse dans l'application des recommandations de bonne gouvernance, mais son respect est imposé par le droit contraignant. Il constitue ainsi un « *instrument ambivalent de liaison entre la soft law et la norme réglementaire* »[1782]. Si la flexibilité offerte par ce mécanisme interdit de sanctionner le choix de la non-conformité, un contrôle préventif est néanmoins exercé sur le respect de l'obligation de déclaration elle-même[1783] **(Section 2)**.

[1778] Sur la transparence portant sur les rémunérations et leurs modalités d'attribution, V. *supra*, n° 177 et s.

[1779] M. GERMAIN, V. MAGNIER, « Vers un gouvernement d'entreprise à la française », *L'Année sociologique* 1999, vol. 49, n° 2, p. 359. Les auteurs présentent la gouvernance d'entreprise comme une réponse aux attentes du marché.

[1780] J.-B. POULLE, « L'apparition du principe "se conformer ou expliquer" en droit français », *RTDF* 2008, n° 1, p. 41.

[1781] C. com. art. L. 225-37, al. 7.

[1782] C. ROQUILLY, « De la conformité réglementaire à la performance : pour une approche multidimensionnelle du risque juridique », *Cah. dr. entr*, 2009, n° 6, p. 19.

[1783] V. MAGNIER, « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation méthodologique complexe », *in* V. MAGNIER (dir.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 248, spéc. p. 256.

SECTION 1- LE PRINCIPE « SE CONFORMER OU EXPLIQUER »

446. Depuis sa naissance dans les années 1990, le principe « se conformer ou expliquer » a connu un succès mondial[1784]. Il a été consacré notamment au niveau communautaire, mais une large liberté a été laissée aux États membres pour déterminer son contenu **(§1)**. Aujourd'hui, le principe figure parmi les règles essentielles de la gouvernance d'entreprise, mais sa mise en pratique présente encore des difficultés et suscite des interrogations quant à son efficacité **(§2)**.

§1. LE CONTENU DU PRINCIPE « SE CONFORMER OU EXPLIQUER »

447. À l'instar d'un certain nombre de règles de la gouvernance d'entreprise[1785], le principe « se conformer ou expliquer » trouve ses origines au Royaume-Uni **(A)**. Ce principe n'a pas tardé à attirer l'attention des instances européennes qui ont consacré, par voie de directive, la méthode du principe, sans pour autant copier le modèle anglais à l'identique **(B)**.

A / L'origine britannique du principe

448. Le principe « se conformer ou expliquer », autrement dénommé « *comply or explain* », est né au Royaume-Uni dans un contexte économique et juridique assez particulier[1786]. D'un côté, le marché anglo-saxon est caractérisé par une structure de capital dispersé et la plupart des investisseurs n'ont que des projets de court terme dans les sociétés[1787]. Ce constat montre la différence de ce marché par rapport aux autres pays de l'Europe où le capital est souvent contrôlé par un ou plusieurs actionnaires de référence[1788]. D'un autre côté, les sociétés britanniques sont soumises à un cadre réglementaire moins

---

[1784] D. SEIDL, « Applying 'comply-or-explain': conformance with codes of corporate governance in the UK and Germany», *Centre for Business Research, University of Cambridge*, juin 2009, Working Paper n° 389, disponible sur https://ideas.repec.org/p/cbr/cbrwps/wp389.html.
[1785] On pense notamment au principe de *say on pay*, V. *supra*, n° 387 et s.
[1786] Pour une présentation détaillée de la naissance et de la consécration du principe « se conformer ou expliquer » : J.-B. POULLE, *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, *op. cit*., p. 101 et s.
[1787] G. OWEN, « The evolution of corporate governance in Britain », *LPA* 2 août 2007, n° 154, p. 6.
[1788] *Ibid*.

contraignant que celui applicable aux sociétés françaises[1789]. De plus, le Royaume-Uni cherchait depuis quelques années à mettre en place un système de réglementations par des principes généraux au lieu des principes détaillés[1790]. Ce système offre aux professionnels un espace de liberté dans le choix de leurs comportements et de leurs modes d'organisation. Il présente aussi l'avantage d'éviter une réglementation lourde pouvant affecter la compétitivité de la place financière de Londres[1791]. Un environnement favorable à l'apparition du principe « se conformer ou expliquer » existait donc au Royaume-Uni. Les scandales financiers qui ont éclaté au début des années 1990 ont également mis en exergue la grande nécessité du marché anglo-saxon d'une information plus claire et plus efficace[1792]. Le principe est donc apparu comme « *l'instrument de régulation privilégié* »[1793] permettant de restaurer la confiance des investisseurs et, plus généralement, d'améliorer la gouvernance d'entreprise et la compétitivité de la place financière londonienne. Ainsi, le principe a fait sa première apparition dans le rapport Cadbury de 1992[1794]. Ce rapport a été suivi par le rapport Greenbury de 1995 sur la rémunération des dirigeants[1795] et le rapport Hampel de 1998 sur le rôle des administrateurs indépendants[1796]. Les trois rapports ont été par la suite compilés et ont constitué le *Combined code of corporate governance*. Celui-ci a été amendé à plusieurs reprises et a pris finalement le titre de *UK Corporate Governance Code*[1797]. Ce code représente aujourd'hui le code de référence auquel les émetteurs anglais doivent se conformer

---

[1789] R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANE, A. SHLEIFER, R-W. VISHNY, « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, 1998, vol. 106, n° 6, p. 1113.

[1790] Financial Services Authority (FSA), « Principles-based regulation Focusing on the outcomes that matter », Avril 2007; J. BLACK, M. HOPPER, C. BAND, « Making a success of Principles-based regulation », *Law and Financial Markets Review*, mai 2007, p. 191: « *In general terms, Principles-based regulation means moving away from reliance on detailed, prescriptive rules and relying more on high-level, broadly stated rules or Principles to set the standards by which regulated firms must conduct business* ».

[1791] H. DE VAUPLANE, « Approche par les principes ou par la réglementation, quelle régulation pour les marchés financiers ? », *Revue Banque*, novembre 2007, n° 696, p. 83.

[1792] Il s'agit notamment des trois faillites, survenues en 1991, du groupe de presse Maxwell, de Bank of Commerce and Credit International (BCCI), et de l'entreprise de textile Polly Peck International. v. L. OXELHEIM, C. WIHLBORG, *Markets and Compensation for Executives in Europe*, Bingley : Lars Oxelheim, 2008, p. 5.

[1793] J.-B. POULLE, « La mise à l'épreuve du principe « se conformer ou expliquer » au Royaume –Uni », *JCP* E 2009, n° 5, 1123, p. 43, spéc. p. 45.

[1794] Rapport Cadbury, « The financial aspects of corporate governance », *op. cit.*, § 3.7, p. 14 : « *We recommend that listed companies reporting in respect of years ending after 30 June 1993 should state in the report and accounts whether they comply with the Code and identify and give reasons for any areas of non-compliance* ».

[1795] Rapport Greenbury, « Directors remuneration », juillet 1995.

[1796] Rapport Hampel, « Committee on corporate governance », janvier 1998.

[1797] Sur l'évolution du *UK Corporate Governance Code*, J.-J. DU PLESSIS, A. HARGOVAN, M. BAGARIC, J. HARRIS, *Principles of Contemporary Corporate Governance*, 3e éd., Melbourn : Cambridge university press, 2015, 11.3.4.

ou, s'ils ne l'appliquent pas, en expliquer les raisons. Il est révisé tous les deux ans et sa version la plus récente date de 2014[1798].

449. L'obligation de se conformer ou de s'expliquer ne relève pas de la loi, mais est imposée par le régulateur britannique et se trouve ainsi rattachée moins au droit des sociétés qu'au droit boursier[1799]. En vertu de l'article 9.8.6 (5) et (6) des règles de cotation sur le marché (*Listing Rules*), les émetteurs doivent indiquer la façon dont ils appliquent les principes généraux du *UK code* (*Main principles*) de manière à permettre aux actionnaires d'apprécier comment ces principes ont été mis en œuvre ; ils doivent aussi préciser si leurs pratiques de gouvernance d'entreprise sont conformes aux dispositions techniques du code (*Provisions*). Si l'émetteur décide de ne pas appliquer certaines dispositions, il doit en expliquer les raisons[1800]. De la sorte, le *comply or explain* impose une obligation de transparence visant à renforcer les informations destinées aux investisseurs. Il incite les sociétés à jauger leurs propres règles de gouvernance vis-à-vis de celles considérées comme les meilleures pratiques et à choisir celles qui conviennent le mieux à leur situation, sans pour autant obliger les sociétés à appliquer l'intégralité des principes prévus par le code[1801]. Ce mécanisme a retenu l'attention des autorités européennes qui ont commencé à étudier la possibilité de l'adopter au niveau communautaire à partir du début des années 2000. Le pas a finalement été franchi en 2006 : la technique du *comply or explain* a été retenue, en même temps que les particularités nationales furent prises en compte. Le principe britannique fut donc incontestablement une source d'inspiration, sans qu'il ne fournisse pour autant un régime clef en main de *compliance* à l'échelle de l'UE.

[1798] Financial Reporting Council (FRC), « The UK Corporate Governance Code », Septembre 2014.

[1799] A. PIETRANCOSTA, « Enforcement of corporate governance codes: A legal perspective », *RTDF* 2011, n° 1/2, p. 27.

[1800] Financial Conduct Authority (FCA), « Listing rules », avril 2013, Chapitre 9: Continuing obligations, art. 9.8.6 : « *In the case of a listed company incorporated in the United Kingdom, the following additional items must be included in its annual financial report : (5) a statement of how the listed company has applied the Main Principles set out in the UK Corporate Governance Code, in a manner that would enable shareholders to evaluate how the principles have been applied;*
(6) a statement as to whether the listed company has:
(a) complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in the UK Corporate Governance Code; or
(b) not complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in the UK Corporate Governance Code and if so, setting out: (i) those provisions, if any it has not complied with; (ii) in the case of provisions whose requirements are of a continuing nature, the period within which, if any, it did not comply with some or all of those provisions; and (iii) the company's reasons for non-compliance ».

[1801] J.-B. POULLE, « La mise à l'épreuve du principe « se conformer ou expliquer » au Royaume –Uni », *art. préc.*, p. 46.

B / La méthode consacrée à l'échelle européenne

450. Afin de respecter les spécificités et volontés des différents pays européens, la Commission européenne et le Parlement européen ont consacré la méthode du principe « se conformer ou expliquer » en laissant un choix de transposition assez important **(a)**. La France a pu donc choisir son propre mécanisme qui présente des différences marquées par rapport au modèle britannique **(b)**.

a) Un dispositif européen large

451. L'amélioration des pratiques de gouvernance d'entreprise est devenue, au début des années 2000, une véritable préoccupation de la part des instances européennes[1802]. D'abord, une étude comparative, commandée par la Commission européenne, sur les codes de gouvernement d'entreprise des États membres de l'Union européenne a été menée par le cabinet Weil, Gothsal et Manges[1803]. Celle-ci a révélé une forte similitude entre les recommandations des différents codes. Pour autant, l'adoption d'un code unique de gouvernance à l'échelle européenne n'était pas privilégiée, même si elle pouvait présenter certains avantages, dans la mesure où un tel code ne pouvait que difficilement dépasser les divergences existant entre les législations nationales. De plus, les principes de la gouvernance d'entreprise de l'OCDE constituaient, et constituent encore du reste, un ensemble cohérent et accepté des meilleures pratiques en la matière[1804].

Cet abandon de l'idée d'un code européen de gouvernement d'entreprise a été suivi par le rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés (rapport Winter) sur le droit européen des sociétés[1805]. Ce rapport a mis en avant la nécessité d'élaborer un droit des sociétés moderne se basant sur des règles flexibles et des procédures moins contraignantes

---

[1802] A. COURET, « L'incidence des normes européennes sur la gouvernance des sociétés », *Rev. sociétés* 2005, p. 57.

[1803] H.-J. GREGORY, R-T. SIMMELKJAER, « Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states », *WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP*, janvier 2002.

[1804] *Ibid*, p. 6: « *A voluntary European Union-wide code could conceivably result in some benefits along the lines discussed above. However, efforts to achieve broad agreement among Member States on detailed best practices that fit well with varying legal frameworks is more likely to express a negotiated "lowest common denominator" of "acceptable" practice rather than true "best" practice. Alternatively, an agreed European Union code might focus on basic principles of good governance. However, the OECD Principles of Corporate Governance (which issued in 1999 after considerable consultation with, and participation from, Member States) already set forth a coherent, thoughtful and agreed set of basic corporate governance principles* ».

[1805] Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés (Rapport Winter), « Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés », Bruxelles, 4 novembre 2002.

afin de promouvoir la compétitivité des entreprises européennes[1806]. Le rapport a également souligné le rôle de l'information comme un instrument réglementaire et les avantages que le mécanisme du principe « se conformer ou expliquer » peut offrir[1807]. En effet, le simple fait que les sociétés soient tenues « *de divulguer des informations et de s'expliquer sur leur structure de gouvernement ou sur certaines de leurs actions les incite à renoncer à toute structure non conforme à ce qui est considéré comme meilleure pratique, ainsi qu'à éviter toute action enfreignant leurs obligations fiduciaires ou les exigences réglementaires ou qui serait potentiellement critiquable, là encore, parce que non conforme aux meilleures pratiques* »[1808]. De la sorte, le rapport a recommandé que chaque État membre désigne « *le code de gouvernement d'entreprise que les sociétés relevant de leur juridiction sont tenues de respecter ou auxquelles elles doivent faire référence pour expliquer en quoi (et pourquoi) leurs pratiques en divergent* »[1809].

452. Les suggestions du rapport Winter ont été prises en compte par la Commission européenne qui a fait mention du principe « se conformer ou expliquer » à plusieurs reprises[1810] avant que le Forum européen ne prenne en charge la promotion de ce principe[1811]. En juin 2006, la directive 2006/46/CE[1812] a consacré le principe en insérant un nouvel article

---

[1806] *Id.*, p. 40 : « *Si l'on considère que le droit des sociétés doit avant tout constituer un cadre au sein duquel les entreprises peuvent être compétitives, il convient d'opter pour des règles et des schémas d'élaboration de règles flexibles, pour un régime réglementaire si possible «allégé», pour une certaine autonomie des différents acteurs et pour des procédures moins lourdes et moins contraignantes* ».

[1807] G.-F. MAASSEN, F.-A.-J. VAN DEN BOSCH, H. VOLBERDA, « The importance of disclosure in corporate governance self-regulation across Europe: A review of the Winter report and the EU action plan », *International Journal of Disclosure and Governance*, 2004, vol. 1, n° 2, p. 146.

[1808] Rapport Winter, *op. cit.*, p. 37.

[1809] *Id.*, Recommandation III.16. p. 14.

[1810] V. Règlement de la Commission européenne n° 809/2004 du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel. annexes I (point 16.4), IV (point 11.2), et X (point 16.4), *JOUE* du 30 avril 2004, n° L 149, p. 1 ; V. également, Recommandation de la Commission européenne n° 2005/162/CE du 15 février 2005, *op. cit.*, art. 1.1, p. 54 : « *Les États membres sont invités à prendre les mesures nécessaires pour introduire au niveau national, soit par une approche du type «se conformer ou s'expliquer», soit par voie législative, et au moyen des instruments le mieux adaptés à leur environnement juridique, une série de dispositions relatives au rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance, ainsi qu'aux comités du conseil d'administration ou de surveillance, à l'intention des sociétés cotées* ».

[1811] Forum européen du gouvernement d'entreprise, « Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle », 22 février 2006: «*The "comply or explain" principle has become a feature of Europe's approach to corporate governance. National Corporate governance codes lay down rules or recommendations which are not of mandatory application, but companies must either comply with them or explain publicly why they are not complying with some of their provisions* ».

[1812] Directive 2006/46/CE du parlement européen et du conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance, *JOUE* du 16 août 2006, n° L 224, p. 4.

46 bis au sein de la directive 78/660/CEE du 25 juillet 1978[1813]. Celle-ci a été abrogée en 2013 sans pour autant que l'essence du principe ne change[1814]. Désormais, l'article 20 de la directive 2013/34/UE du 26 juin 2013 dispose que les sociétés dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre doivent inclure « *une déclaration sur le gouvernement d'entreprise dans leur rapport de gestion. Cette déclaration forme une section spécifique du rapport de gestion et contient au minimum les informations suivantes:*
a) une mention des éléments suivants, s'il y a lieu: i) le code de gouvernement d'entreprise auquel l'entreprise est soumise; ii) le code de gouvernement d'entreprise que l'entreprise a décidé d'appliquer volontairement, le cas échéant; iii) toutes les informations pertinentes relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise qui sont appliquées au-delà des exigences du droit national.
Lorsqu'il est fait référence à l'un des codes de gouvernement d'entreprise visés aux points i) ou ii), l'entreprise indique également où il est possible de trouver les textes pertinents accessibles au public. Lorsqu'il est fait référence aux informations visées au point iii), l'entreprise rend publiques les modalités de ses pratiques de gouvernement d'entreprise;
b) lorsqu'une entreprise, conformément au droit national, déroge à un des codes de gouvernement d'entreprise visés au point a) i) ou ii), elle indique les parties de ce code auxquelles elle déroge et les raisons de cette dérogation; si l'entreprise a décidé de ne faire référence à aucune disposition d'un code de gouvernement d'entreprise visé au point a) i) ou ii), elle en explique les raisons ».

L'influence du modèle anglo-saxon apparaît clairement sur le dispositif européen. Celui-ci présente néanmoins une souplesse remarquable[1815]. Par souci de respecter la diversité des cultures juridiques des États membres en matière de droit des sociétés, la Commission leur laisse une grande liberté de transposition[1816]. C'est la méthode du principe « se conformer

[1813] Directive 78/660/CEE du Conseil (4ème directive) du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, *JOUE* du 14 août 1978, n° L 222, p. 11.
[1814] 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'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, *JOUE* du 29 juin 2013, n° L 182, p. 19.
[1815] A. COURET, « L'incidence des normes européennes sur la gouvernance des sociétés », *art. préc*., p. 57, spéc. n° 25. L'auteur explique que la réflexion européenne sur la gouvernance est une « *réflexion partagée entre spécificité et inféodation au modèle anglo-saxon* ».
[1816] J.-B. POULLE, « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union Européenne », *RTDF* 2009, n° 1/2, p. 73.

ou expliquer » qui a en effet été consacrée et non pas sa version anglaise[1817]. Ainsi, la directive n'oblige pas les États à désigner un seul référentiel de gouvernance. Elle n'oblige pas non plus les sociétés à se conformer à un code. En outre, le texte ne donne aucune définition au code de gouvernement d'entreprise. Dans tous les cas, les sociétés peuvent se contenter de publier les informations relatives aux pratiques de la gouvernance d'entreprise qui ne sont pas d'origine étatique, ce qui existait déjà en France depuis la loi de sécurité financière de 2003[1818]. Ce type d'information, qui peut être qualifiée de « narrative », diverge donc de la déclaration de conformité qui implique une communication sur la manière dont la société applique les règles de bonne gouvernance contenues dans un code de référence, et une justification si elle ne se réfère à aucun code ou si elle n'applique pas certaines dispositions du code choisi.

453. Nombreuses sont donc les options offertes aux États membres pour transposer le principe « se conformer ou expliquer » dans leurs droit interne. Cela a permis à la France de choisir une formule de transposition assez originale.

b) Un mécanisme français original

454. Avant même d'être consacré à l'échelle européenne, le principe « se conformer ou expliquer » s'appliquait en France. Il s'agissait cependant d'une application volontaire et limitée[1819]. Ainsi, dans ses recommandations pour l'élaboration des documents de référence de 2003, la Commission des opérations de bourse avait, en vertu du principe de bonne information du public, souhaité que « *les sociétés faisant appel public à l'épargne décrivent de façon transparente les règles de gouvernement d'entreprise qu'elles appliquent. Si elles ont un dispositif différent de celui préconisé par le rapport Bouton, elles en exposent les motivations (taille ou structure juridique de la société, composition et nature de l'actionnariat par exemple) et éventuellement les évolutions qu'elles envisagent à court ou*

[1817] *Ibid*.

[1818] La loi de sécurité financière de 2003 a imposé aux sociétés de rendre compte, dans un rapport joint au rapport de gestion (rapport du président), des conditions d'organisation et de préparation des travaux du conseil, ainsi que des procédures de contrôle interne. Cette déclaration permet déjà aux sociétés de présenter leur choix en matière de gouvernance d'entreprise. C. com. art. L. 225-37, al. 6.

[1819] Selon certains auteurs, le principe « se conformer ou expliquer » est apparu en France dès le rapport Viénot I de 1995, sur le Conseil d'administration des sociétés cotées, qui l'aurait exprimé de la façon suivante : « *chaque conseil a la double obligation d'examiner périodiquement sa composition, son organisation et son fonctionnement, et de faire part aux actionnaires des positions ou dispositions qu'il a prises* ». v. J.-B. POULLE, « L'apparition du principe "se conformer ou expliquer" en droit français », *art. préc*., p. 46.

moyen terme en ce domaine »[1820]. Également, le principe s'appliquait en matière d'exercice des droits de vote dans les sociétés de gestion[1821].

455. L'application de la méthode du principe a pris une dimension différente après la transposition de la directive européenne par la loi du 3 juillet 2008[1822] ayant modifié les articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce. Les alinéas 7 et 8 de ces articles disposent désormais que « *lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport [du président du conseil] précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Se trouve de surcroît précisé le lieu où ce code peut être consulté. Si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, ce rapport indique les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise* ».

Selon le texte, une société cotée française peut, à la différence des sociétés britanniques[1823] et allemandes[1824], ne pas appliquer un code de gouvernement d'entreprise, mais elle doit dans ce cas en expliquer les raisons en indiquant les règles retenues en complément des obligations légales. C'est pour cette raison que le principe est parfois dénommé « *le principe appliquer ou expliquer* » (*apply or explain*)[1825]. En revanche, lorsque la société décide de se référer à un tel code, elle doit se justifier des règles qu'elle n'entend pas appliquer (*comply or explain*). Le principe adopté en France peut donc être présenté, comme l'expliquent certains auteurs, comme suivant : « *apply or explain, and then if you*

[1820] COB, « Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 2002 », *Bull. COB*, janvier 2003, n° 375, p. 35 ; A. COURET, « Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 2002 », *RD bancaire et fin.* 2003, n° 2, p. 111.

[1821] La loi de la sécurité financière de 2003 a imposé aux sociétés de gestion de rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote. Afin de préciser les conditions d'application de cette obligation, le règlement général de l'AMF dispose que chaque société de gestion doit élaborer une « politique de vote ». Les sociétés doivent aussi établir un rapport précisant les conditions dans lesquelles elles ont exercé les droits de vote, et les cas dans lesquels elles ont estimé ne pas pouvoir respecter les principes fixés dans la « politique de vote » : v. RGAMF, art. 314-100 et 314-101.

[1822] Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire, *JORF* du 4 juillet 2008, n° 0155, p. 10705.

[1823] V. *supra*, n° 448.

[1824] La loi allemande impose au directoire et au conseil de surveillance des sociétés cotées d'indiquer les recommandations du *Deutscher Corporate Governance Kodex* (le code « officiel » de référence) qui ont été respectées, ainsi que les recommandations qui n'ont pas été ou ne seront pas respectées. Les sociétés doivent aussi déclarer les raisons de cette non-application : K. DECKERT, « Le code allemande de gouvernement d'entreprise », *JCP* E 2013, n° 47, 1640, p. 57 ; A. LUKE, « La gouvernance d'entreprise en Allemagne entre Aktiengesetz et nouveau Code de conduite », *Gaz. Pal.* 29 novembre 2003, n° 333, p. 23 ; M. LUTTER, « Le Code de bonne conduite allemand du gouvernement d'entreprise: une introduction », *Rev. sociétés* 2002, p. 667.

[1825] V. par exemple, AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit.*, § 1.1, p. 41 et s.

apply, comply or explain »[1826]. De la sorte, la France, en exploitant le caractère à la fois alternatif et cumulatif des options ouvertes par la directive, a choisi une forme originale du principe « se conformer ou expliquer »[1827].

456. La question qui se pose ensuite est celle de savoir à quel code de gouvernement d'entreprise les sociétés pourraient se référer. Le législateur s'est gardé de nommer un code alors que les initiatives privées en la matière sont nombreuses[1828]. En revanche, le Code de commerce précise qu'il s'agit d'un code « *élaboré par les organisations représentatives des entreprises* ». Aucun texte ne permet en effet de savoir ce qu'il convient d'entendre par « *représentatives* », ce qui pourrait laisser la possibilité à chaque organisation d'entreprise de prétendre à une telle qualité[1829]. Cependant, il semble que le code élaboré par l'AFEP et le MEDEF corresponde spécifiquement aux termes des articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce[1830]. De surcroît, le code AFEP-MEDEF est le fruit de la synthèse de travaux réalisés au sein des milieux professionnels depuis les années 1990 et il couvre les principaux aspects de la gouvernance d'entreprise[1831]. Sa crédibilité s'est trouvée renforcée en 2013 par la consultation, à l'initiative de l'AFEP et du MEDEF, des autorités publiques, des organisations représentant les actionnaires individuels et institutionnels, ainsi que des agences de conseils en vote[1832]. Dans tous les cas, même si les sociétés ont le choix « *sur le papier* »[1833], le code AFEP-MEDEF est devenu, dans la pratique, le code de référence de la grande majorité des sociétés cotées françaises[1834]. À côté de ce code, le code MiddleNext est

---

[1826] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *RIDE* 2009, n° 2, p. 129, spéc. p. 136.
[1827] *Ibid*.
[1828] V. *supra*, n° 329.
[1829] J.-M. MOULIN, « La force normative du code AFEP-MEDEF », *in Mélanges M. GERMAIN*, Paris : L.G.D.J, LexisNexis, 2015, p. 597, spéc. p. 598.
[1830] J.-C. DUHAMEL, *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, *thèse. préc.*, p. 298 ; *Contra*, B. LECOURT, « La loi DDAC du 3 juillet 2008 réformant le code de commerce dans ses dispositions relatives au gouvernement d'entreprise, aux fusions internes, à la SARL et à la SE », *Rev. Sociétés* 2008, p. 563, spéc. p. 568 ; B. FAGES, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *art. préc.*, p. 428.
[1831] Rapport de M. VIÉNOT, « Le conseil d'administration des sociétés cotées », Rapport CNPF/AFEP, Juillet 1995 ; Rapport AFEP-MEDEF, « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc VIENOT », juillet 1999 ; Rapport de D. BOUTON, « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », AFEP-MEDEF, 23 septembre 2002 ; AFEP-MEDEF, « Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », Octobre 2003 ; AFEP-MEDEF, « Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé», Octobre 2008.
[1832] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », p. 1.
[1833] B. FAGES, « Les codes de gouvernement d'entreprise : une comparaison franco-allemande », *in* M. MENJUCQ, B. FAGES (dir.), *Actualité et évolution comparée du droit allemand et français des sociétés*, Dalloz : Paris, coll. Thèmes et commentaires, 2010, p. 81, spéc. p. 83.
[1834] S. SCHILLER, V. MAGNIER, I. TCHOTOURIAN et *ali*, « Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013 », *art. préc.*, p. 10.

également suivi par les sociétés cotées dont les valeurs sont présentes sur les compartiments B et C d'Euronext Paris[1835]. Il serait préférable que le législateur indique de manière précise le référentiel de gouvernance en France afin de dissiper les ambigüités sur cette question[1836]. Par ailleurs, l'existence de plusieurs codes peut rendre difficile la compréhension des justifications fournies par les sociétés[1837]. En outre, une liberté de choix pourrait inciter les sociétés à préférer le code le moins exigeant[1838]. Quoi qu'il en soit, les sociétés pourront toujours avoir recours aux autres référentiels, comme par exemple les recommandations de l'AFG ou les travaux de l'IFA, selon la troisième branche du principe « se conformer ou expliquer »[1839]. Celle-ci impose à la société qui ne se réfère pas à un code de gouvernement d'entreprise d'indiquer « *les règles retenues en complément des exigences requises par la loi* ».

457. Avec l'introduction du principe « se conformer ou expliquer », l'encadrement de la rémunération des dirigeants sociaux a connu une nouvelle évolution. Il est vrai que la société reste souveraine quant à la détermination du montant de la rémunération et qu'elle peut décider de ne pas appliquer les recommandations de bonne gouvernance en la matière, mais dans ce dernier cas, une déclaration expliquant les raisons de l'exclusion de ces recommandations doit être publiée. C'est notamment au regard de la qualité de ces explications que le problème de l'efficacité du *comply or explain* se pose.

§ 2. L'APPLICATION DU PRINCIPE « SE CONFORMER OU EXPLIQUER »

458. La souplesse du principe « se conformer ou expliquer » présente des avantages importants mais, dans le même temps, elle incite à s'interroger sur son efficacité. En effet, est fréquemment stigmatisée la superficialité tant des déclarations de conformité au code que des justifications en cas de non application des recommandations qu'il contient. Il apparaît donc qu'au-delà des vertus théoriques du mécanisme de *comply or explain* **(A)**, sa mise en œuvre pratique montre rapidement des limites **(B)**.

[1835] MiddleNext, « Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites », décembre 2009.
[1836] V. MAGNIER, « Le principe « se conformer ou s'expliquer », une consécration en trompe l'œil ? », *JCP* E 2008, n° 23, 280, p. 3, spéc. p. 5.
[1837] J.-B. POULLE, *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, *op. cit.*, p. 156.
[1838] C.-M. YABLON, « The historical race competition for corporate charters and the rise and decline of new jersey : 1880-1910 », *The Journal of Corporation Law*, 2007, p. 323.
[1839] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *art. préc.*, p. 138.

A / Les avantages théoriques du mécanisme

459. Le *comply or explain* est présenté comme le mécanisme le plus adapté pour répondre à la diversité des situations des émetteurs **(a)** et qui, en misant sur les vertus de la transparence, contribue au bon fonctionnement du marché **(b)**.

a) La prise en compte des particularités des sociétés

460. Le principe « se conformer ou expliquer » a émergé en réponse à la rigidité de l'approche « *one size fits all* » consistant à appliquer à toutes les sociétés un seul ensemble de règles[1840]. Le *comply or explain* est, en revanche, fondé sur l'idée selon laquelle les sociétés cotées diffèrent les unes des autres selon leur taille, leur histoire, leur structure, etc. Il n'existerait donc pas, en matière de gouvernance d'entreprise, de règles uniformes qui peuvent répondre à toutes les situations (*one size does not fit all*)[1841]. En d'autres termes, ce principe suppose que « *les bonnes pratiques ne sont pas nécessairement les meilleures pratiques* »[1842]. La société peut ainsi ne pas respecter les recommandations de la gouvernance d'entreprise pourvu qu'elle se justifie. Selon la Commission européenne, si le respect d'un code peut envoyer un signal positif au marché, du point de vue de la gouvernance d'entreprise, ce ne serait pas toujours la meilleure approche pour une société. En revanche, « *déroger à une disposition du code peut, dans certains cas, permettre à une société de se gouverner plus efficacement* »[1843]. Il a même été relevé au Royaume-Uni que les sociétés qui n'appliquent pas certaines recommandations en en expliquant les raisons sont plus performantes que celles qui se conforment systématiquement aux standards de bonne gouvernance[1844]. L'option ouverte par le principe revient en réalité à autoriser les sociétés à édicter directement, en adoptant des règles complémentaires aux exigences légales, ou

---

[1840] L. OXELHEIM, C. WIHLBORG, *Markets and Compensation for Executives in Europe*, *op. cit.*, p. 25 ; I. MACNEIL, X. LI, « Comply or Explain: market discipline and non-compliance with the combined code », *Corporate Governance: An International Review*, septembre 2006, vol. 14, n° 5, p. 486; G.-S. DALLAS, H. SCOTT, « Mandating corporate behavior: Can one set of rules fit all? », *Corporate Governance Law Review*, 2006, vol. 2, issue 2, p. 117.

[1841] S.-R. ARCOT, V-G. BRUNO, « One size does not fit all, after all: evidence from corporate governance », *Journal of empirical legal studies*, décembre 2007, vol. 4, issue. 4, p. 1041.

[1842] C. CORGAS-BERNARD, « Les mutations de la norme en droit interne : Les règles de bonnes pratiques », *in* N. MARTIAL-BRAZ, J.-F. RIFFARD, M. BEHAR-TOUCHAIS (dir.), *Les mutations de la norme : le renouvellement des sources du droit*, Paris : Economica, 2011, p. 73, spéc. p. 74.

[1843] Recommandation de la Commission européenne n° 2014/208/UE du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise («appliquer ou expliquer»), *JOUE* du 12 avril 2014, n° L 109, p. 43, spéc. p. 44, (7).

[1844] S.-R. ARCOT, V-G. BRUNO, *art. préc.*, p. 1041.

indirectement, en se conformant à un référentiel de gouvernance, leurs propres normes[1845]. L'originalité du *comply or explain* réside donc dans sa flexibilité qui reconnaît les insuffisances de certains principes et permet, par conséquent, aux sociétés d'appliquer les règles à la lumière de leurs propres circonstances[1846].

461. Dans ce sens, le principe « se conformer ou expliquer » présenterait une solution de compromis quant à la problématique des rémunérations excessives des dirigeants sociaux qui a connu une inflation législative sans qu'aucune loi ne réussisse à mettre définitivement fin à l'excès[1847]. Les sociétés pourraient ainsi adapter la rémunération de leurs dirigeants en fonction des circonstances auxquelles elles sont confrontées, tout en légitimant les sommes attribuées au mépris des préconisations de la gouvernance d'entreprise.

462. Outre cette prise en compte des particularités des sociétés, le principe « se conformer ou expliquer » pourrait contribuer au bon fonctionnement du marché.

b) La contribution au bon fonctionnement du marché

463. Parce qu'il tend à renforcer les obligations de transparence, le principe « se conformer ou expliquer » pourrait contribuer au bon fonctionnement du marché. En effet, en imposant aux sociétés cotées de rendre publiques leurs positions par rapport à l'application des pratiques de la gouvernance d'entreprise, le *comply or explain* mise sur les effets de la transparence et, comme l'indique un auteur, « *qui oserait, aujourd'hui, douter des vertus de la transparence ?* »[1848]. Celle-ci est considérée comme un moyen important pour assurer un marché efficient dans la mesure où ce dernier dépend essentiellement des informations disponibles sur les titres et leurs émetteurs[1849]. Par conséquent, le marché pourrait, en cas de

---

[1845] C. DONZEL-TABOUCOU, « Le principe appliquer ou expliquer en France, ou le droit à l'auto-édiction normative », *Rev. sociétés* 2015, p. 347, spéc. p. 350.
[1846] K. SERGAKIS, « Deconstruction and reconstruction of the "comply or explain" principle in EU capital markets », *Accounting, Economics and Law: A Convivium*, novembre 2014, doi: 10.1515/ael-2014-0007, p. 25.
[1847] V. *supra*, n° 323.
[1848] A. REYGROBELLET, *Les vertus de la transparence : l'information légale dans les affaires*, Presse de Science-Po, CREDA, 2001, p. 1.
[1849] J.-M. MOULIN, « L'encadrement juridique des activités des analystes financiers et des agences de notation », *RD bancaire et fin*. 2004, n° 2, p. 141 : « *le marché efficient se défini comme celui sur lequel toute information nouvelle concernant un bien doit être immédiatement et complètement incorporé au prix de ce bien, on comprend mieux combien l'information est fondamentale, vitale au bon fonctionnement du marché financier* » ; A. PIETRANCOSTA, « Concurrence et marchés financiers : croisons les droits ! », *RTDF* 2006, n° 3, p. 71, spéc. p. 72.

manque de transparence, pénaliser la société en dépréciant ses titres par exemple[1850]. Le *comply or explain* inciterait les actionnaires non seulement à obtenir des informations sur l'application des règles de bonne gouvernance, mais également à examiner les déclarations des sociétés[1851]. Ces dernières sont ensuite invitées à confronter leurs pratiques aux remarques des investisseurs et aux standards du marché. Elles procéderaient ainsi, s'il y a lieu, à la mise en place d'autres modes d'organisation plus efficaces, ce qui serait le signe d'un « *marché mature où les investisseurs seraient convaincus de devoir exercer un contrôle attentif des déclarations des sociétés* »[1852]. Dans tous les cas, le principe « se conformer ou expliquer » mènerait à une compréhension mutuelle et permettrait un dialogue direct entre les acteurs du marché[1853].

464. Par ailleurs, la transparence peut avoir un rôle disciplinaire, une « *contrainte injonctive* »[1854] influant sur les comportements des individus qui respecteraient les règles car ils se sentiraient surveillés[1855]. Selon un auteur, « *la transparence est un instrument certain de moralisation de la vie des affaire […]. Elle est devenue une pièce de droit, apportant un supplément d'éthique ou plutôt rétablissant celle-ci par la contrainte ou par l'effroi (la peur de la sanction)* »[1856]. C'est ainsi que le principe « se conformer ou expliquer » a pu être

---

[1850] *Ibid*.

[1851] Il est regrettable qu'un tel objectif ne se trouve pas dans le code AFEP-MEDEF. En revanche, il est indiqué dans le code britannique de gouvernement d'entreprise indique, par exemple, que les actionnaires doivent prendre en compte les circonstances et les spécificités de la société. Ils peuvent lui poser des questions sur les explications qu'elle fournit concernant les pratiques de la gouvernance. S'ils n'acceptent pas la position de la société, ils doivent être préparés à entrer dans un dialogue avec elle. Le code dispose que : « *in their responses to explanations, shareholders should pay due regard to companies' individual circumstances and bear in mind in particular the size and complexity of the company and the nature of the risks and challenges it faces. Whilst shareholders have every right to challenge companies' explanations if they are unconvincing, they should not be evaluated in a mechanistic way and departures from the Code should not be automatically treated as breaches. Shareholders should be careful to respond to the statements from companies in a manner that supports the "comply or explain" process and bearing in mind the purpose of good corporate governance. They should put their views to the company and both parties should be prepared to discuss the position* ». Financial Reporting Council, « The UK Corporate Governance Code », septembre 2014, p. 4.

[1852] A. PIETRANCOSTA, J.-B. POULLE, « Le principe appliquer ou expliquer », *RTDF* 2009, n° 4, p. 19, spéc. p. 22.

[1853] M. EDKINS, « Comply or Explain » *in* Financial Reporting Council, « Comply or Explain: 20th anniversary of the UK corporate governance code », Publication de FRC 2012, p. 18, spéc. 20; B. FASTERLING, « Development of norms through compliance disclosure », *Journal of Business Ethics*, mars 2012, vol. 106, issue 1, p. 73.

[1854] F. GIUST-DESPRAIRIES, « Le visible et l'invisible dans les formes et l'individualité contemporaine », *in* N. AUBERT, C. HAROCHE (dir.), *Les tyrannies de la visibilité : Être visible pour exister ?*, Toulouse : érès éd., 2011, p. 281, spéc. 286.

[1855] F. ROUSTANG, « La visibilité est un piège », *in* P. ARTIÈRES, J.-F. BERT et *ali*, *Surveiller et punir de Michel Foucault*, Caen : Presses universitaire de Caen, 2010, p. 185, spéc. p. 196. L'auteur explique la pensée de Michel Foucault sur la visibilité. Ainsi, selon ce dernier, il n'y « *plus besoin de la loi comme référent pour y soumettre les sujets, il suffit par la contrainte de la visibilité de les faire fonctionner dans la discipline* ».

[1856] P. LE TOURNEAU, *L'Éthique des affaires et du management au XXIe siècle : essai*, Paris : Dalloz, 2000, p. 126 et s.

présenté comme une forme de régulation douce s'appuyant « *sur les effets de la transparence pour amener les opérateurs économiques à respecter des normes de conduite non contraignantes* »[1857].

465. En somme, le principe « se conformer ou expliquer », par sa contribution au bon fonctionnement du marché, mais aussi par sa flexibilité, s'avère constituer un mode de régulation utile et nécessaire. Cependant, sa difficile mise en pratique relativiserait ses vertus théoriques.

B / Les difficultés d'application du mécanisme

466. L'efficacité du *comply or explain* est conditionnée par le respect des obligations d'appliquer ou d'expliquer. Il ne suffit donc pas de présenter les avantages du principe, encore faut-il savoir s'il est respecté par ses destinataires et s'il permet effectivement d'atteindre les résultats escomptés. Si son bilan d'application montre que le taux de conformité aux codes de gouvernement d'entreprise est assez satisfaisant **(a)**, il met en exergue l'insuffisance des explications fournies par les sociétés en cas de non-conformité **(b)**.

a) Un taux satisfaisant de conformité

467. Les études menées sur le respect des règles de la gouvernance d'entreprise soulignent, de manière générale, « *les progrès réguliers [des sociétés françaises] qui permettent à la place de Paris d'être parmi les marchés les plus avancés en la matière tout en maintenant un modèle autonome du monde Anglo saxon* »[1858]. Pour la grande majorité des sociétés cotées, soit 36 sociétés du CAC 40, 107 sociétés du SBF 120[1859] et 198 sociétés du CAC All Tradable[1860], le code AFEP-MEDEF constitue le code de référence. Les autres sociétés se réfèrent souvent soit au code MiddleNext, du fait de leur taille, ou à la loi

[1857] J.-B. POULLE, *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, *op. cit.*, p. 101.
[1858] SPENCER STUART, « France Board Index », 19e éd., septembre 2014, p. 2 ; B. FRANÇOIS, « Bilan de la gouvernance des sociétés du CAC 40 », *Rev. sociétés* 2014, p. 602.
[1859] HCGE, « Rapport d'activité », octobre 2014, p. 31.
[1860] S. SCHILLER, V. MAGNIER, I. TCHOTOURIAN et *ali*, « Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013 », *art. préc.*, p. 10.

américaine Sarbanes-Oxley en raison de leur double cotation à Pairs et New York[1861]. En ce qui concerne l'application exacte des recommandations relatives aux rémunérations des dirigeants, et pour se limiter au rapport de l'AMF qui analyse chaque année un échantillon de 60 sociétés se référant uniquement au code AFEP-MEDEF, des améliorations en termes d'information donnée et d'évolution des pratiques ont été constatées[1862]. Par exemple, toutes les sociétés de l'échantillon respectent les préconisations relatives à la présentation des informations[1863]. Une seule société ne s'est pas conformée à la recommandation du code de procéder aux attributions des options ou des actions aux mêmes périodes calendaires[1864]. Dix sociétés, dont six du CAC 40, indiquent avoir un dirigeant qui cumule mandat social et contrat de travail[1865]. Six sociétés ont expressément indiqué qu'elles ne respectent pas les préconisations sur la proportion de membres indépendants au sein du conseil d'administration ou de surveillance[1866]. Concernant le versement des indemnités de départ, la plupart de ces indemnités respecte le code à l'exception de l'exigence relative à l'exclusion de l'indemnité aux cas de départ contraint et lié à un changement de contrôle ou de stratégie, et si le dirigeant a le droit de faire valoir à brève échéance ses droits à la retraite[1867]. Quant aux engagements de retraite supplémentaire, l'AMF constate que, de manière générale, des efforts ont été faits par les sociétés pour améliorer la description des régimes de retraite supplémentaire dont bénéficient leurs dirigeants[1868].

468. Ce taux de conformité semble tout à fait correct, mais qu'en est-il de l'effectivité des déclarations de conformité ? L'appréciation de cette effectivité est difficile en pratique, notamment en raison du caractère général ou subjectif de certaines recommandations, comme celle relative à l'indépendance des administrateurs, ou les principes d'équilibre, de cohérence et de mesure devant régir la rémunération des dirigeants[1869]. En outre, certaines recherches empiriques ont démontré que la mise en place du *comply or explain* a souvent pour effet d'augmenter les taux de conformité, sans pour autant permettre de s'assurer de l'effectivité

[1861] *Ibid*. Certaines sociétés appliquent à la fois deux référentiels de gouvernance. Par exemple, la société Véolia déclare appliquer le code AFEP-MEDEF et la loi SOX.
[1862] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit*., p. 5.
[1863] *Id.*, p. 13.
[1864] *Id.*, p. 15.
[1865] *Ibid.*
[1866] *Id.*, p. 9.
[1867] *Id.*, p. 16.
[1868] *Ibid.*
[1869] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Bilan de l'application du comply or explain par les sociétés françaises du SBF 120 », *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 77, p. 524.

des déclarations[1870]. En effet, les sociétés préféreraient se déclarer en conformité avec le code de gouvernement d'entreprise afin d'éviter la justification (*box-ticking effect*)[1871]. C'est notamment pour mettre fin à cette pratique que la Commission européenne recommande aux sociétés que les déclarations soient « *suffisamment claires, précises et complètes pour permettre aux actionnaires, aux investisseurs et aux autres parties prenantes de bien comprendre la manière dont la société est gouvernée* »[1872]. Est également recommandé d'éviter les déclarations dans lesquelles les sociétés « *se contentent de cocher des cases et qui n'ont qu'une faible valeur informative* »[1873]. Par ailleurs, les sociétés hésiteraient, surtout à cause du manque de dialogue, à s'écarter des standards du code puisqu'elles sont incertaines de la réaction des investisseurs en cas de non-conformité. En effet, celle-ci est souvent interprétée comme « *un signal de mauvaises pratiques de gouvernance* »[1874], ce qui créerait une obligation implicite de conformité[1875].

469. Les critiques précédentes conduiraient à remettre en cause les vertus prêtées au principe « se conformer ou expliquer ». En réalité, la quasi-exclusivité du code AFEP-MEDEF et les taux très élevés de conformité témoignent du fait que les sociétés ne sont pas encore prêtes à profiter de la flexibilité de ce principe pour lutter contre l'approche « *one size fits all* »[1876]. De plus, la transparence « *conformiste* »[1877] sur laquelle s'appuie le *comply or explain* ne permet pas de vérifier le contenu de la déclaration lorsque la société déclare simplement appliquer les règles du référentiel de gouvernance. L'effectivité de la déclaration dépendrait dans ce cas de l'éthique du déclarant[1878]. Tout comme l'explique un auteur, « *la transparence n'est pas une valeur en soi, pas plus que le secret. Leur portée dépend*

[1870] A. VON WERDER, T. TALAULICAR, G.-L. KOLAT, « The German corporate governance code: general acceptance and neuralgic norms – a second look », *International Journal of Public Policy*, 2006, vol. 1, n° 4, p. 435; S.-R. ARCOT, V-G. BRUNO, « In letter but not in spirit: an analysis of corporate governance in the UK », 2006, disponible sur http://ssrn.com/abstract=819784.

[1871] P. INWINKL, S. JOSEFSSON, M. WALLMAN, « The comply-or-explain principle: Stakeholders' views on how to improve the 'explain' approach », *International Journal of Disclosure and Governance*, 22 mai 2014, doi:10.1057/jdg.2014.6, p. 2.

[1872] Recommandation de la Commission européenne du 9 avril 2014, *op. cit.*, point 5, p. 44.

[1873] *Id.*, p. 44, (16).

[1874] V. MAGNIER, « Le UK Coroporate Governance code », *JCP* E 2013, n° 47, 1642, p. 65, spéc. p. 68 ; M. GERMAIN, V. MAGNIER, M.-A. NOURY, « La gouvernance des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 24.

[1875] J.-C. DUHAMEL, « The "comply or explain" approach as a Pascalian Wager », *Accounting, Economics and Law: A Convivium*, novembre 2014, doi 10.1515/ael-2014-0021, p. 3.

[1876] *Ibid*.

[1877] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *art. préc.*, p. 143.

[1878] *Ibid*. Selon Monsieur D. DANET, « *la compliance est affaire de conformisme, voire de complaisance, d'obséquiosité ou de complicité, autant que de conformité* » : D. DANET, « Misère de la corporate governance », *RIDE* 2008, n° 4, p. 407.

d'autres valeurs, qui les transcendent »[1879]. Enfin, la transparence liée au principe « se conformer ou expliquer » pourrait renforcer la confiance des investisseurs sans renforcer nécessairement leur connaissance[1880]. Une rémunération pourrait ainsi éventuellement paraître légitime aux yeux des investisseurs car elle est attribuée conformément aux préconisations du code de gouvernement, tandis qu'elle est excessive en valeur absolue.

En conséquence, le taux de conformité, même très élevé, ne signifie pas forcément que les sociétés appliquent les meilleures pratiques qui correspondraient de manière singulière à leur besoin organisationnel. Quoi qu'il en soit, l'efficacité du principe « se conformer ou explique » ne se mesure pas uniquement à l'aune du niveau de conformité aux règles d'un code de gouvernement d'entreprise, mais également au regard des explications fournies en cas de non-conformité. Sous cet aspect, les communications émanant des sociétés peuvent apparaître insatisfaisantes.

b) Des explications insatisfaisantes

470. Les articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce ne donnent aucune précision quant à la qualité des explications que les sociétés doivent fournir en cas de non-application d'un code de gouvernement d'entreprise ou de dérogation aux recommandations du code choisi. Pour sa part, le code AFEP-MEDEF précise que l'explication à fournir lorsqu'une recommandation n'est pas appliquée doit être « *compréhensible, pertinente et circonstanciée. Elle doit être étayée et adaptée à la situation particulière de la société et indiquer, de manière convaincante, en quoi cette spécificité justifie la dérogation ; elle doit indiquer les mesures alternatives adoptées le cas échéant et décrire les actions qui permettent de maintenir la conformité avec l'objectif poursuivi par la disposition concernée du code* »[1881]. La présence et la pertinence des explications sont en effet considérées comme déterminantes dans l'évaluation de la gouvernance[1882] ; elles renforcent le dialogue au sein de la société et permettent aux différentes parties prenantes de prendre des décisions en connaissance de cause[1883]. Certains vont encore plus loin et considèrent qu'il conviendrait,

---

[1879] P. MALAURIE, « Transparence financière et réforme institutionnelle », 22 août 2008, n° 169, p. 3.
[1880] J.-C. DUHAMEL, *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, *thèse. préc*., p. 311 : « *la transparence est un outil au service de la confiance, davantage que de la connaissance* ».
[1881] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 25.1, p. 32.
[1882] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit*., p. 5.
[1883] Recommandation de la Commission européenne du 9 avril 2014, *op. cit*., p. 45, (17).

pour une meilleure gouvernance, d'insister davantage sur l'explication que sur l'application dans la mesure où il est impossible de trouver de meilleures pratiques qui peuvent répondre à toutes les situations (*do not comply but just explain*)[1884].

471. L'exigence d'explication constitue une sorte d'exigence de motivation qui doit normalement permettre de convaincre[1885]. Cependant, les justifications fournies par les sociétés sont fréquemment jugées insuffisantes[1886]. Dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, l'AMF a pu constater à plusieurs reprises l'absence d'explications « *circonstanciées et adaptées à la situation de la société* »[1887]. Les justifications sont parfois pauvres comme celles relatives aux critères d'indépendance des administrateurs[1888] ; et elles sont parfois inexistantes comme c'est le cas, par exemple, en matière de soumission des attributions des actions ou des options de souscription d'actions à des conditions de performance[1889]. Il est aussi signalé que les sociétés ne présentent pas explicitement les justifications des augmentations de rémunération fixe consenties aux dirigeants[1890]. L'AMF recommande enfin que les explications soient circonstanciées et adaptées à la situation particulière de la société et que « *les sociétés indiquent dans une rubrique ou un tableau spécifique toutes les recommandations qu'elles n'appliquent pas et les explications y afférentes* »[1891].

472. L'insuffisance et le peu de didactisme des explications ont été également constatés à l'échelle européenne. Au Royaume-Uni, la qualité des explications indiquées par les sociétés dérogeant au Code de gouvernement d'entreprise a été mise en cause. Ainsi, le *UK Corporate Governance Code* exige désormais que les sociétés fournissent un motif clair, précis et circonstancié pour justifier leurs dérogations au code et mentionnent si ces dérogations sont temporaires ou pérennes[1892]. Également, dans le cadre du livre vert de la

---

[1884] M. BECHT, « Comply or just explain? », *in* Financial Reporting Council, « Comply or Explain: 20th anniversary of the UK corporate governance code », Publication de FRC 2012, p. 11.
[1885] F. ZENATI, « La signification, en droit, de la motivation », *in* S. CAUDAL (dir.), *La motivation en droit public*, Paris : Dalloz, 2013, p. 25, spéc. p. 40 et s.
[1886] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Bilan de l'application du comply or explain par les sociétés françaises du SBF 120 », *art. préc.*, p. 524.
[1887] AMF, Rapport annuel de 2014, *op. cit.*, p. 10 et s.
[1888] *Ibid*.
[1889] *Ibid*, p. 98.
[1890] *Ibid*, p. 7.
[1891] Recommandation AMF n° 2012-02, *op. cit.*, § 1.1.1, p. 3.
[1892] Financial Reporting Council (FRC), « The UK Corporate Governance Code », *op. cit.*, p. 4: « *the reasons should be explained clearly and carefully to shareholders, who may wish to discuss the position with the company and whose voting intentions may be influenced as a result. In providing an explanation, the company should aim to illustrate how its actual practices are consistent with the principle to which the particular provision relates, contribute to good governance and promote delivery of business objectives […]. Where*

Commission européenne de 2011 sur la gouvernance d'entreprise, une étude a été réalisée par l'institut RiskMetrics afin d'analyser les pratiques de contrôle et de mise en œuvre des codes de gouvernement d'entreprise dans les États membres de l'Union européenne. Cette étude a montré que si les sociétés respectent dans leur ensemble l'obligation de déclaration, l'information qu'elles donnent est souvent insuffisamment précise[1893]. L'étude a surtout relevé que les explications les moins informatives fournies par les sociétés concernent la rémunération des dirigeants[1894]. Le livre vert a, par conséquent, insisté sur l'importance d'améliorer la qualité des explications fournies[1895] avant que la Commission européenne ne vienne émettre une recommandation incitant les sociétés à publier des justifications suffisamment claires, précises et complètes en cas de dérogation aux recommandations du code auxquelles elles sont soumises ou qu'elles ont décidé d'appliquer volontairement[1896].

473. En somme, le bilan de la mise en œuvre du principe « se conformer ou expliquer » est « *en demi-teinte* »[1897] : les taux de conformité aux codes de gouvernement d'entreprise sont élevés, ce qui n'est du reste pas la preuve du fonctionnement efficace d'un mécanisme censé lutter contre l'approche « *one size fits all* » de la gouvernance, tandis que les explications justifiant l'exclusion des codes[1898] ou de certaines dispositions du code choisi

---

deviation from a particular provision is intended to be limited in time, the explanation should indicate when the company expects to conform with the provision»

[1893] RiskMetrics, « Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in Member States», 23 septembre 2009, p. 170. L'étude a analysé les déclarations de gouvernance de 270 sociétés dans 18 États membres à l'Union européenne : 34 % fournissent des explications précises, 26% des explications limitées, 19 % des explications générales, 16 % des explications invalides, 5% des explications transitionnelles.

[1894] *Id.*, p. 85

[1895] Livre vert de la Commission européenne, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », *op. cit.*, p. 21.

[1896] Recommandation de la Commission européenne du 9 avril 2014, *op. cit.*, points 8 et 9, p. 46 : « *les sociétés devraient préciser clairement à quelles recommandations spécifiques elles ont dérogé et, pour chaque dérogation à une recommandation particulière: a) expliquer de quelle manière la société a dérogé à ladite recommandation; b) décrire les raisons de cette dérogation; c) décrire comment la décision de déroger à la recommandation a été prise au sein de la société; d) lorsque la dérogation est limitée dans le temps, indiquer quand la société envisage de se conformer à une recommandation particulière; e) le cas échéant, décrire la mesure qui a été prise au lieu de respecter la recommandation et expliquer la manière dont cette mesure permet d'atteindre l'objectif sous-jacent de la recommandation en question ou du code dans son ensemble, ou clarifier la manière dont elle contribue à la qualité de la gouvernance de la société. Les informations visées au paragraphe 8 devraient être suffisamment claires, précises et complètes pour permettre aux actionnaires, aux investisseurs et aux autres parties prenantes d'apprécier les conséquences de la dérogation à une recommandation particulière. Elles devraient également se rapporter aux caractéristiques et à la situation spécifiques de la société, telles que sa taille, sa structure ou son actionnariat ou tout autre aspect pertinent* ».

[1897] C. DONZEL-TABOUCOU, « Le principe appliquer ou expliquer en France, ou le droit à l'auto-édiction normative », *art. préc.*, p. 360.

[1898] L'AMF a également analysé les déclarations des sociétés qui ont décidé de ne suivre aucun code et a jugé qu'elles fournissent souvent des informations « *en deçà des attentes* », et que les règles retenues en complément des exigences requises par la loi « *sont souvent exposées de manière lacunaire* ». Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des valeurs moyennes et petites, 18 novembre 2013, § 1.1.1, p. 6.

sont souvent imprécises et insuffisantes. Ce constat général s'applique aussi en matière de rémunération des dirigeants et laisse penser que la difficile mise en pratique du principe rend son efficacité incertaine[1899] ou même qu'il a échoué[1900]. Il n'en demeure pas moins qu'une application plus rigoureuse du principe serait susceptible de produire de meilleurs résultats, ce qui justifierait son maintien[1901]. Des efforts pourraient donc être fournis au niveau du contrôle exercé sur le respect des obligations de déclarations de gouvernance dans la mesure où l'effectivité incertaine des pratiques déclarées et l'absence d'explications précises et suffisantes sont souvent imputées au manque du contrôle en la matière[1902].

SECTION 2- LE CONTRÔLE DU PRINCIPE « SE CONFORMER OU EXPLIQUER »

474. Le principe « se conformer ou expliquer » est un mécanisme souple qui ne s'appuie pas sur « *une logique de sanction de l'inapplication de la norme mais sur une logique de suivi de son application* »[1903]. L'efficacité de ce mécanisme est donc liée au contrôle effectué sur sa mise en œuvre par les sociétés.

Deux acteurs sont classiquement chargés d'exercer ce contrôle : alors que la mission du commissaire aux comptes se borne à vérifier l'établissement des déclarations de gouvernance **(§1)**, l'Autorité des marchés financiers procède à l'examen de la qualité de ces déclarations **(§2)**. En complément de ce contrôle, le Haut comité de Gouvernement d'Entreprise a été mis en place par l'AFEP et le MEDEF pour assurer l'application du code de gouvernement d'entreprise éponyme **(§3)**.

[1899] Sur l'efficacité incertaine du principe « se conformer ou expliquer », C. CHAMPAUD, D. DANET, « Code de gouvernement d'entreprise. Adaptation du droit des sociétés à la directive 2006/46/CE. Obligation de se soumettre à un « code de gouvernement d'entreprise » », *RTD com*. 2008, p. 563.

[1900] P. BURBIDGE, « Les règles de gouvernance des sociétés cotées à la Bourse de Londres, une réponse à la crise financière ? Quelques développements récents », *in* M. HAYAT, A. REYGROBELLET (dir.), *Le droit des affaires d'aujourd'hui à demain, Regards français et étrangers en hommage à Yves Chaput*, Paris : LexisNexis, 2014, p. 21, spéc. p. 30.

[1901] Dans ce sens, J.-C. DUHAMEL, « The "comply or explain" approach as a Pascalian Wager », *art. préc.*, p. 4.

[1902] C. DONZEL-TABOUCOU, « Le principe appliquer ou expliquer en France, ou le droit à l'auto-édiction normative », *art. préc.*, p. 358.

[1903] P. DEUMIER, « Le principe « appliquer ou expliquer », appliquer la norme autrement ? », *RTD civ*. 2013, p. 79.

§ 1. LE CONTRÔLE DE L'ÉTABLISSEMENT DES DÉCLARATIONS PAR LE COMMISSAIRE AUX COMPTES

475. Dans l'exercice de sa mission de certification des comptes sociaux, le commissaire aux comptes dispose d'un pouvoir de contrôle important qui implique une appréciation de la régularité et de la sincérité de l'information comptable et financière[1904]. Aux termes de l'article L. 225-235 du Code de commerce, le commissaire aux comptes doit joindre à son rapport général un rapport spécial présentant ses observations sur le rapport du président du conseil concernant notamment les « *procédures de contrôle interne et de gestion des risques qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière* ». Cependant, le champ des investigations du commissaire aux comptes est beaucoup plus restreint en ce qui concerne les autres informations requises aux articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce dont les déclarations de gouvernance d'entreprise font partie. En effet, la loi n'impose au commissaire aux comptes que d'attester « *l'établissement* » de ces informations. À son tour, la norme d'exercice professionnel en la matière précise que le commissaire aux comptes « *n'a pas à vérifier la sincérité des informations* »[1905] autres que celles relatives aux procédures de contrôle interne et de gestion des risques ; il n'a pas notamment « *à prendre connaissance des travaux qui ont permis d'élaborer ces autres informations ni de la documentation disponible* »[1906]. La tâche du commissaire aux comptes se limite donc à vérifier que les déclarations figurent dans le rapport du président et qu'elles sont cohérentes. En cas de manque d'information ou d'incohérence manifeste dans les déclarations, il s'entretient avec le président pour obtenir les compléments qu'il estime nécessaires ; « *à défaut d'obtenir ces compléments, il signale dans son rapport l'irrégularité constituée par l'absence de certaines de ces informations* »[1907]. Ainsi, le contrôle sur les déclarations faites en application du principe « se conformer ou expliquer » n'est qu'un contrôle de régularité formelle. Dès lors, ce contrôle pourrait permettre au commissaire aux comptes de relever une « *incohérence manifeste équivalant à une omission partielle d'information* »[1908] en cas d'absence d'explications justifiant la non-conformité. Toutefois, l'existence d'explications insuffisantes ou lapidaires échappent au

[1904] V. MAGNIER, « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation méthodologique complexe », *art. préc.*, p. 256.
[1905] Norme d'exercice professionnel NEP-9505 relative au rapport du commissaire aux comptes établi en application des articles L. 225-235 et L. 226-10-1 du code de commerce sur le rapport du président, 21 juin 2011, *JORF* du 3 août 2011, n° 0178, codifié à l'article A. 823-29 du Code de commerce, point 10 et11.
[1906] *Ibid*.
[1907] *Ibid.*
[1908] V. MAGNIER, « Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité », *JCP* E 2010, n° 9-10, 1234, p. 24, spéc. p. 25.

contrôle du commissaire aux comptes qui n'est pas doté d'un pouvoir de contrôle d'opportunité ou de sincérité[1909].

476. En pratique, la lecture des documents de référence publiés par les sociétés cotées montre qu'il existe une sorte de standardisation des rapports des commissaires aux comptes établis en application de l'article L. 225-235 du Code de commerce. Ces rapports se composent souvent d'une seule page tout au plus et se contentent, après le rappel de la qualité du commissaire aux comptes, des objectifs de son intervention et du texte de loi applicable[1910], de déclarer : « *nous n'avons pas d'observation à formuler sur les informations concernant les procédures de contrôle interne et de gestion des risques […]. Nous attestons que le Rapport du Président du Conseil d'Administration comporte les autres informations requises à l'article L. 225-37 du Code de commerce* »[1911]. L'information communiquée est donc très limitée. Ce caractère succinct du rapport a pu être justifié par le fait que le cœur du métier du commissaire aux comptes reste l'expertise et la certification comptable et financière[1912]. Il n'en demeure pas moins qu'une information plus détaillée est souhaitable puisqu'elle permettrait de renforcer le contrôle sur la mise en œuvre du *comply or explain* et, par conséquent, de le rendre plus efficace. Ainsi, dans son étude sur l'audit dans les sociétés cotées, Proxinvest invite les commissaires aux comptes à être plus critiques et plus « *contrariants* »[1913] dans leurs commentaires sur le rapport annuel du président, notamment concernant les règles de gouvernance ayant trait au respect du principe « se conformer ou expliquer »[1914]. Cette étude attire l'attention par ailleurs sur un autre problème relatif au contrôle des commissaires aux comptes. Il s'agit de l'insuffisante rotation des mandats. En effet, l'ancienneté moyenne des mandats des commissaires aux comptes du CAC 40 continue d'augmenter contrairement à la recommandation de Proxinvest favorable à une ancienneté maximale de 18 ans[1915]. Ce type de relation ne sera pourtant plus permis grâce au règlement

---

[1909] *Ibid*.
[1910] Norme d'exercice professionnel NEP-9505, *op. cit*., point 12.
[1911] V. par exemple, le document de référence de 2014 de la société TOTAL, 25 mars 2015, p. 136, disponible sur http://www.total.com/sites/default/files/atoms/files/document-de-reference-2014_0.pdf ; Le document de référence de 2014 de la société L'Oréal, 17 mars 2015, p. 97, disponible sur http://www.loreal-finance.com/_docs/0000000034/LOREAL_Document_de_Reference_2014_FR.pdf.
[1912] C. PAPOZ, « L'audit : un contrôle préventif de l'information », *in* É. BLARY- CLÉMENT (dir), *Transparence et gouvernance : une relecture*, Actes du colloque organisé à l'université de Lille II le 10 décembre 2010, Lille : HELINIA éd., 2011, coll. Colloque et Opinion, p. 117, spéc. p. 118.
[1913] O. PINAUD, « Proxinvest voudrait des commissaires aux comptes plus contrariants », *L'AGEFI Quotidien*, 19 mars 2015, disponible sur http://www.agefi.fr/articles/proxinvest-voudrait-des-commissaires-aux-comptes-plus-contrariants-1312805.html.
[1914] Étude Proxinvest, « Commissariat aux comptes des sociétés cotées françaises : un point de vue d'actionnaire », février 2015.
[1915] *Ibid*.

du Parlement européen relatif aux exigences spécifiques applicables au contrôle légal des comptes des entités d'intérêt public qui fixe la durée maximale de la mission accomplie par un cabinet d'audit à 10 ans[1916]. Cette mesure a pour objectif d'« *écarter tout risque de familiarité et de renforcer l'indépendance des commissaires aux comptes* »[1917], même si elle n'a pas d'effet direct sur la qualité de l'information relative à la gouvernance d'entreprise.

477. En tout état de cause, les commissaires aux comptes n'ont pas de pouvoir de sanction contre les sociétés n'établissant pas les déclarations de conformité ou de non-conformité. Ils peuvent en revanche faire remonter l'information à l'AMF[1918] qui, à son tour, exerce un contrôle sur la qualité des déclarations de gouvernance d'entreprise.

§ 2. LE CONTRÔLE DE LA QUALITÉ DES DÉCLARATIONS PAR l'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIRES

478. Outre le contrôle de l'établissement des déclarations de gouvernance par les commissaires aux comptes, l'autorité de régulation exerce un contrôle sur la qualité de ces déclarations. Ce contrôle s'avère néanmoins insuffisant **(A)** et nécessite d'être renforcé **(B)**.

A / Un contrôle insuffisant

479. En vertu de l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier, l'AMF doit établir chaque année un rapport sur la base des informations contenues dans le rapport du président. Elle peut, à cette occasion, approuver toute recommandation qu'elle juge utile. Ainsi, l'AMF publie annuellement, depuis 2004, un rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne. Les rapports successifs de l'AMF montrent que celle-ci ne se limite pas à vérifier l'existence des déclarations de conformité ou de non-conformité, mais elle apprécie également la qualité de ces déclarations[1919]. L'AMF se livre en effet à une analyse

[1916] Règlement n° 537/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relatif aux exigences spécifiques applicables au contrôle légal des comptes des entités d'intérêt public et abrogeant la décision 2005/909/CE de la Commission, *JOUE* du 27 mai 2014, n° L 158, p. 98, art. 17.
[1917] *Id.*, point 21, p. 81.
[1918] C. mon. fin. art. L. 621-22, al. 2 : « *Les commissaires aux comptes des personnes mentionnées à l'alinéa précédent informent l'autorité de tout fait ou décision justifiant leur intention de refuser la certification des comptes* ».
[1919] P.-H, CONAC, « L'autorité boursière a-t-elle vocation à être le gardien d'une bonne gouvernance (Comparaison franco-américaine) ? », *in* V. MAGNIER (dir.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 40, spéc. p. 59.

quantitative et qualitative des informations communiquées par les sociétés et réclame parfois des informations supplémentaires. Elle adresse aux émetteurs des recommandations portant sur le contenu du rapport et la rémunération des dirigeants afin d'améliorer la qualité de la communication. Ces recommandations sont, depuis 2012, mises à jour annuellement dans un document séparé[1920]. Le travail de l'AMF se présente donc comme « *un bilan statistique et synthétique de la mise en œuvre de la règle de conformité, plutôt positif, parfois critique, débouchant sur des pistes de réflexion* »[1921]. Cependant, la mission de l'AMF ne s'étend pas au contrôle de l'effectivité des déclarations[1922]. Le rapport vise uniquement à informer le public de la bonne application ou non des règles de transparence relatives à la gouvernance d'entreprise sans pour autant examiner le contenu des déclarations des sociétés[1923].

480. L'AMF n'impose pas de sanctions aux sociétés qui ne respectent pas le principe « se conformer ou expliquer », mais elle les cite nommément dans son rapport[1924]. Il s'agit de la technique anglo-saxonne dite du *name and shame* qui signifie « *honte à celui dont le nom est inscrit* » et vise à « *inciter les entreprises à agir conformément à des principes et des règles de bonne conduite* »[1925]. De la sorte, l'AMF désigne les sociétés qui ne se conforment pas aux recommandations du code AFEP-MEDEF et qui ne fournissent pas d'explications suffisantes et laisse ensuite le soin aux investisseurs pour les sanctionner à travers le jugement qu'ils opèrent sur le marché[1926]. L'AMF mise donc sur les effets de cette « *dénonciation* »[1927] quant à la réputation de la société (*corporate reputation*)[1928]. Celle-ci est considérée comme « *un élément intangible de la corporate governance qui accroît la satisfaction des clients, l'attraction des salariés, l'intérêt des investisseurs, elle joue un rôle dans les augmentations*

[1920] La dernière modification des recommandations de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF est en date du 11 décembre 2014. V. Recommandation AMF n° 2012-02, *op. cit*. L'AMF déclare, dans ce même document, qu'elle publiera ultérieurement un document regroupant ses recommandations et pistes de réflexion spécifiquement applicables aux sociétés se référant au code MIDDLENEXT.

[1921] V. MAGNIER, « Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité », *art. préc.*, p. 26.

[1922] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *art. préc*., p. 146.

[1923] P.-H, CONAC, *art. préc*., p. 59.

[1924] L'AMF a commencé à utiliser cette technique dans son rapport de 2012 sur le gouvernement d'entreprise.

[1925] A. COURET, « Les commandements de la gouvernance en anglais et en trois mots », *art. préc*., p. 156.

[1926] Sur ce type de contrôle par le marché, M. STORCK, « Gouvernement d'entreprise et gestion collective », *in Mélanges J. BÉGUIN*, *Droit et actualité*, Paris, Litec, 2005, p. 701.

[1927] Sur la dénonciation comme mode de régulation de la vie des affaires, v. S. TORCK, « L'efficacité comparée du droit et de l'obligation de dénoncer en droit des sociétés et en droit boursier », *in* M. BEHAR-TOUCHAIS (dir), *La dénonciation en droit privé*, Paris : Economica, 2010, p. 17.

[1928] Sur la notion de *corporate reputation*, Y-S. LII, M. LEE, « Doing right leads to doing well: When the type of CSR and reputation interact to affect consumer evaluations of the firm », *Journal of Business Ethics*, janvier 2012, vol. 105, issue 1, p. 69 ; C. HILLENBRAND, K. MONEY, S. PAVELIN, « Stakeholder-defined corporate responsibility for a pre-credit-crunch financial service company: Lessons for how good reputations are won and los », *Journal of Business Ethics*, février 2012, vol. 105, issue 3, p. 337.

du capital, elle offre une chance en cas de crise financière, ajoute de la valeur et de la confiance dans les produits et les services »[1929].

Toutefois, l'impact du *name and shame* est encore incertain en France. Ce principe n'a pas les mêmes effets dont il dispose dans les pays anglo-américains[1930]. Il n'existe par ailleurs à ce jour aucune étude qui permet d'établir de manière certaine l'existence de réaction de marché aux déclarations de gouvernance, ou qui démontre que les explications lapidaires ou insuffisantes fournies au marché entraînent des réactions négatives de celui-ci[1931]. Les investisseurs n'exercent donc pas nécessairement leur rôle de contrôle à l'égard de l'application du code et de la qualité des justifications, et ne font pas de pression réelle sur la société[1932]. Également, le *name and shame* pourrait conduire à stigmatiser un seul cas de non-conformité dans une société alors même que celle-ci se révèlerait très majoritairement conforme au code de gouvernement d'entreprise[1933].

En conséquence, le contrôle de l'AMF pourrait bien sembler insuffisant en dépit des efforts indéniablement fournis. Cela explique les propositions qui ont été avancées afin de rendre ce contrôle plus efficace.

B / Vers un renforcement du contrôle

481. Si l'insuffisance du contrôle actuel des déclarations de gouvernance fait consensus[1934], les moyens du renforcement de ce contrôle font débat. La mission d'information sur la transparence de la gouvernance des sociétés a d'abord proposé de donner

---

[1929] C. MALECKI, *Responsabilité sociale des entreprises : Perspectives de la gouvernance durable*, Issy-les-Moulineaux : LGDJ -Lextenso, 2014, p. 338.

[1930] A. COURET, « Les commandements de la gouvernance en anglais et en trois mots », *art. préc.*, p. 156 : « *Les mentalités anglo-saxonnes divergent ici avec celles des pays de tradition latine comme la France, lesquels optent davantage pour une réglementation stricte. La simple incitation, de nature à culpabiliser, a en effet des répercussions moindres que dans les pays de culture plus libérale* ».

[1931] A. COURET, « Gouvernance et confiance : les conditions d'une fusion vertueuse », *in* M. HAYAT, A. REYGROBELLET (dir.), *Le droit des affaires d'aujourd'hui à demain, Regards français et étrangers en hommage à Yves Chaput*, *op. cit.*, p. 41, spéc. p. 52 ; S. SCHILLER, V. MAGNIER, I. TCHOTOURIAN et *ali*, « Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013 », *art. préc.*, p. 28 ; C.-M. ELSON, « The answer to excessive executive compensation is risk, not the market », *Journal of Business & Technology Law* 2007, vol. 2, issue 2, p. 403, spéc. p. 404: « *leaving excessive executive compensation to the marketplace is problematic because the market has never understood excessive executive compensation. 7 In fact, the market traditionally has not done anything about it because excessive compensation did not dramatically affect earnings per share* ».

[1932] J.-B. POULLE, « La mise à l'épreuve du principe « se conformer ou expliquer » au Royaume –Uni », *art. préc.*, p. 48.

[1933] M. GERMAIN, V. MAGNIER, M.-A. NOURY, « La gouvernance des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 25.

[1934] Livre vert de la Commission européenne, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », *op. cit.*, p. 22.

à l'AMF un pouvoir de sanction en la matière[1935]. Selon cette proposition, il serait imposé aux sociétés de se référer à un code de gouvernement d'entreprise. Dès que la référence à un code deviendrait obligatoire, il conviendrait de soumettre les éventuels manquements à cette obligation à des sanctions dissuasives et efficaces[1936]. L'AMF pourrait ainsi enjoindre aux sociétés cotées de se conformer à l'obligation de se référer à un code. Il pourrait également s'agir d'un pouvoir d'injonction indirecte. Il reviendrait dans ce cas au président de l'AMF de saisir le président du tribunal de commerce de Paris pour qu'il statue en référé et ordonne, le cas échéant sous astreinte (versée au Trésor public), que la société respecte son obligation. L'AMF aurait aussi la possibilité de prononcer des sanctions pécuniaires. Un dispositif analogue pourrait être envisagé pour sanctionner « *l'incapacité des entreprises à expliquer de façon exacte, précise, sincère et circonstanciée les dérogations qu'elles feraient aux recommandations du code de gouvernance auquel elles se référeraient* »[1937]. Cette proposition a été reçue favorablement par une partie de la doctrine[1938]. En revanche, une autre partie s'est légitimement interrogée sur l'opportunité d'appliquer une codification privée tandis que des règles sanctionnées pourraient naturellement trouver leur place dans le Code de commerce ; « *à trop radicaliser, ne risque-t-on pas de détruire le modèle ? Que restera-t-il de comply or explain si l'on met demain en œuvre des prescriptions aussi radicales ?* »[1939].

482. Par ailleurs, il a été suggéré que l'AMF procède à une analyse stricte de la qualité et de l'effectivité des déclarations de gouvernance de toutes les sociétés[1940]. À la place de ce travail d'analyse « *excessif et disproportionné* »[1941], il a été proposé, de manière plus intéressante, que le contrôle de l'effectivité des déclarations par l'AMF porte seulement sur un panel réduit (5 à 10 sociétés), sélectionnées au hasard. Le compte-rendu de ce contrôle serait communiqué aux sociétés concernées et publié sur le site internet de l'AMF[1942]. Un tel contrôle de la véracité des déclarations devrait, nous semble-il, augmenter la pression sur les sociétés pour améliorer leurs pratiques et leurs déclarations de gouvernance, même si le caractère souvent subjectif des recommandations pourrait constituer un obstacle à ce contrôle.

[1935] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 15 et s.
[1936] En s'inspirant des pouvoirs d'injonctions et de sanctions administrative, disciplinaire et pécuniaire dont dispose l'AMF en vertu des articles L. 621-18, L. 621-14, et L. 621-15du Code monétaire et financier.
[1937] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit.*, p. 18.
[1938] M. GERMAIN, V. MAGNIER, M.-A. NOURY, « La gouvernance des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 25.
[1939] A. COURET, « Gouvernance et confiance : les conditions d'une fusion vertueuse », *art. préc.*, p. 53.
[1940] RiskMetrice, « Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in Member States », *op. cit.*, p. 16 et s.
[1941] J.-B. POULLE, *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, *op. cit.*, p. 322.
[1942] *Ibid*.

483. Une solution alternative a été enfin mise en avant. Celle-ci consiste à confier à des structures privées la mission de contrôler le respect des règles des codes de gouvernement d'entreprise, ce qui a été réalisé en 2013 avec la création du Haut comité de suivi de l'application du code AFEP-MEDEF.

§ 3. LE SUIVI DE L'APPLICATION DU CODE AFEP-MEDEF PAR LE HAUT COMITÉ DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

484. Le Haut comité de Gouvernement d'Entreprise a été mis en place à l'occasion de la révision du code AFEP-MEDEF en 2013 **(A)**. Il a pour missions de proposer des mises à jour régulières de celui-ci, de l'interpréter et d'assurer le suivi de l'application des principes qu'il pose **(B)**.

A / La mise en place du Haut comité

485. En raison de l'absence d'un contrôle significatif sur l'application des règles souples et sur les déclarations de gouvernance, l'AFEP et le MEDEF ont pris l'initiative, en avril 2009, de créer un comité des sages chargé de contribuer à la bonne application des principes définis par leur code concernant les rémunérations des dirigeants sociaux[1943]. Ce comité pouvait être saisi uniquement par les entreprises mettant en œuvre un plan social d'ampleur ou recourant massivement au chômage partiel[1944]. Cependant, le comité a été jugé inefficace puisqu'il ne pouvait pas s'autosaisir. De plus, ses décisions revêtaient un caractère confidentiel et ses avis s'adressaient seulement à l'instance l'ayant saisi ainsi qu'au conseil d'administration de l'entreprise concernée[1945]. Le rapport Houillon avait déjà préconisé de transformer le comité des sages en observatoire des rémunérations des dirigeants doté d'un statut réglementaire[1946]. Cette proposition n'a pourtant pas été concrétisée.

[1943] Communiqué de presse de l'AFEP et du MEDEF, « Composition du Comité des Sages et modalités de fonctionnement », 19 mai 2009, disponible sur http://www.medef.com/medef-corporate/salle-de-presse/communiques-de-presse/communiques-de-presse/article/composition-du-comite-des-sages-et-modalites-de-fonctionnement.html.
[1944] *Ibid*.
[1945] Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON du 20 février 2013, *op. cit*., p. 21.
[1946] Rapport de P. HOUILLON du 7 juillet 2009, *op. cit*., p. 64 ; D. GALLOIS-COCHET, « Le rapport Houillon propose des réformes pour la rémunération des dirigeants », *EDCO*, 1 septembre 2009, n° 8, p. 7.

486. Afin de renforcer le suivi et d'améliorer la mise en œuvre des recommandations du code AFEP-MEDEF sur la base du principe « se conformer ou expliquer », le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise a été institué lors de la révision du code en juin 2013, et installé en octobre de la même année[1947]. Il s'agit d'une instance indépendante, qui n'a pas d'équivalent en Europe[1948], chargée de surveiller l'application des principes du code par les sociétés qui y adhèrent. Pour assurer la crédibilité du Haut comité, le code prévoit qu'il doit être constitué de quatre personnalités compétentes, exerçant ou ayant exercé des fonctions exécutives dans des groupes de taille internationale. Le président est nommé parmi ces personnalités. Le comité doit également comporter trois personnalités qualifiées représentant les investisseurs et/ou choisies pour leurs compétences en matière juridique et de déontologie. La durée du mandat des membres du comité est de trois ans renouvelable une fois avec l'obligation pour ces derniers de déclarer leurs mandats d'administrateur dans des sociétés cotées[1949].

Se distinguant du comité des sages qui n'avait qu'un rôle limité et provisoire[1950], le Haut comité est un organe pérenne chargé de missions beaucoup plus étendues.

B / Les fonctions du Haut comité

487. Dans sa fonction de suivi de l'application du code AFEP-MEDEF, le Haut comité dispose d'un pouvoir d'interprétation, d'autosaisine et de proposition des mises à jour du code[1951]. Aux termes de l'article 25. 2 du code, le comité peut tout d'abord « *être saisi par les conseils sur toute disposition ou interprétation liée au code* », ce qui fait du comité une « *structure d'accompagnement* »[1952] des sociétés pour l'application des règles du code. Ensuite, le Haut comité est compétent pour « *s'autosaisir s'il constate qu'une société n'applique pas l'une des recommandations du code sans explication suffisante aux fins de saisine du conseil de cette société* ». Le comité entend donc exercer un contrôle *a posteriori* sur les déclarations des sociétés, d'autant que si l'avis rendu dans ce dernier cas n'est pas

[1947] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 25. 2, p. 33.
[1948] Communiqué de presse de l'AFEP et du MEDEF, « Installation du Haut Comité de gouvernement d'entreprise », 8 octobre 2013, disponible sur http://www.medef.com/medef-corporate/salle-de-presse/communiques-de-presse/communiques-de presse/article/installation-du-haut-comite-de-gouvernement-dentreprise-1.html.
[1949] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 25. 2, p. 33.
[1950] J. SIMON, « Le concept de gouvernance. Le code de gouvernance AFEP-MEDEF », *art. pérc.*, p. 20.
[1951] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 25.2, p. 33.
[1952] S. SCHILLER, V. MAGNIER, I. TCHOTOURIAN et *ali*, « Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013 », *art. préc.*, p. 26.

suivi par la société concernée, celle-ci devra indiquer dans son document de référence ou dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise, les raisons pour lesquelles une suite favorable n'a pas été donnée. Enfin, le Haut comité peut « *proposer des mises à jour du code au regard de l'évolution des pratiques y compris à l'international, des recommandations ou pistes de réflexion de l'AMF ou encore des demandes d'investisseurs* ». Cette possibilité de révision régulière existe déjà en Allemagne et au Royaume-Uni[1953].

Après la création du Haut comité, plusieurs questions se sont posées sur l'efficacité de cette instance et l'ampleur du contrôle qu'elle mettra en œuvre[1954], notamment en ce qui concerne l'effectivité des déclarations de conformité ou de non-conformité. Dans son premier rapport d'activité, le Haut comité a répondu à ces questions en précisant qu'il n'est « *ni un gendarme ni un juge. Il n'est pas armé pour déceler ou réprimer la fraude, et il n'a pas été créé pour cela. Mais il est par sa présence même, et par son choix délibéré de la vigilance, un instrument de prévention* »[1955]. Ainsi, l'activité du Haut comité a consisté à répondre aux sollicitations de conseils concernant l'interprétation de certaines recommandations. Il a aussi fait part à certaines sociétés de ses remarques sur les informations ou explications qu'il estimait insuffisantes dans leurs documents de référence. Il a même contacté certaines sociétés pour leur demander des informations complémentaires ou pour évoquer des points problématiques relatifs à la conformité au code[1956]. Les échanges individuels restent confidentiels, ce qui pourrait relativiser l'efficacité du contrôle[1957]. En revanche, si une société ne respecte pas la recommandation qui lui a été faite sans en expliquer les raisons, le comité se réserve le droit de communiquer sur cette situation[1958]. En d'autres termes, le comité se réserve la possibilité de recourir au principe *name and shame*[1959]. Pour ses travaux en autosaisine, le Haut comité a sélectionné les thèmes prioritaires, à savoir l'application du *say on pay* pour la première fois par les sociétés cotées françaises, l'indépendance des administrateurs et le nombre de mandats des dirigeants sociaux[1960]. Quant à la révision du

---

[1953] B. FAGES, « Les codes de gouvernement d'entreprise : une comparaison franco-allemande », *art. préc.*, p. 83.
[1954] L.-D. MUKA TSHIBENDE, « Les innovations du Code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 52.
[1955] HCGE, « Rapport d'activité », octobre 2014, p. 7.
[1956] Communiqué de presse de l'AFEP et du MEDEF, « Publication du premier rapport d'activité du Haut Comité du Gouvernement d'Entreprise », 21 octobre 2014, sur http://www.medef.com/medef-corporate/salle-de-presse/communiques-de-presse/communiques-de-presse/browse/2/categorie/2014/back/108/article/publication-du-premier-rapport-dactivite-du-haut-comite-du-gouvernement-dentreprise-1.html.
[1957] C. DONZEL-TABOUCOU, « Le principe appliquer ou expliquer en France, ou le droit à l'auto-édiction normative », *art. préc.*, p. 359.
[1958] HCGE, « Rapport d'activité », p. 13.
[1959] B. FRANÇOIS, « Rapport 2014 du Haut comité de gouvernement d'entreprise », *Rev. sociétés* 2015, p. 65.
[1960] HCGE, « Rapport d'activité », p. 13.

code, le comité estime que la stabilité des normes est un élément essentiel de la sécurité juridique et préconise ainsi une révision tous les trois à cinq ans[1961]. Enfin, le comité a émis un guide d'application ayant pour objet de préciser l'interprétation de certaines recommandations du code et de fournir des outils pour faciliter son application, sans pour autant présenter de nouvelles recommandations[1962].

488. Le contrôle du Haut comité s'inscrit donc dans la logique de prévention qui s'impose en droit souple. Pour certains, il s'agit d'un « *vrai mécanisme de contrôle* »[1963]. Pour d'autres, ce comité n'a qu'une autorité morale et son contrôle reste limité, « *non seulement l'État n'adoube plus la norme, mais il n'en est plus le garant* »[1964]. Selon ces derniers, le mécanisme même du principe « se conformer ou expliquer » ne permet pas, malgré l'existence d'un tel comité, d'effectuer un contrôle efficace sur les déclarations de conformité ou de non-conformité[1965].

Concrètement, le contrôle du Haut comité se limite actuellement aux sociétés adhérant au code AFEP-MEDEF, et aucune situation n'a été dénoncée, à ce jour, par ce comité concernant l'effectivité des déclarations de gouvernance. Il ne semble donc pas que le Haut comité exerce un contrôle plus significatif que celui exercé par l'AMF, si ce n'est la capacité supplémentaire qu'il s'octroie de rentrer directement en dialogue avec les sociétés pour leur demander l'amélioration de la qualité de leur communication[1966]. Cependant, comme l'explique un auteur[1967], ce comité pourrait devenir avec le temps une autorité apte à promouvoir une doctrine à laquelle il serait difficile de se soustraire en évitant la défiance du

---

[1961] *Id.*, p. 7.
[1962] HCGE, « Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de juin 2013 », *op. cit.*
[1963] M. GERMAIN, V. MAGNIER, M.-A. NOURY, « La gouvernance des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 25.
[1964] A.-L. BONCORI, I. CADET, « Le comply or explain, un avatar de l'accountability », *RFG* 2013/8, n° 237, p. 35, spéc. p. 37.
[1965] Y. BIONDI, « An economic analysis of 'comply or explain principle' under a review panel regime», 2015, doi10.1515/ael-2014-0025.
[1966] Dialogue qui du reste a été récemment largement médiatisé et promu par les instances gouvernementales dans des affaires liées à des parachutes dorés conséquents. L'on a pu déduire de cette attention médiatique qu'en réalité, le Haut Comité était susceptible de dépasser son simple rôle de contrôle de la qualité des communications sociétaires, pour entrer en discussion sur l'opportunité en elle-même des montants versés. Mais la confidentialité des fonctions de cette institution de gouvernance empêche d'apprécier, en fait, l'ampleur et partant l'efficacité de son rôle. Sur la question, v. A. MÉRIEUX, « La prime de départ de Bruno Lafont dans le viseur de l'AMF », *Challenges*, 2 octobre 2015, disponible sur http://www.challenges.fr/challenges-soir/20151002.CHA0072/la-prime-de-depart-de-bruno-lafont-dans-le-viseur-de-l-amf.html.
[1967] S. TORCK, « Rémunération des dirigeants de sociétés cotées : la régulation plutôt que la moralisation », *art. préc.*, p. 29.

marché. L'AMF l'avait déjà déclaré : « *si l'instauration d'un tel comité semble constituer une avancée notable, seule sa pratique permettra sur le long terme de juger de sa crédibilité* »[1968].

[1968] Recommandation AMF n° 2013-15- Rapport 2013 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 10 octobre 2013, p. 23.

CONCLUSION DU CHAPITRE 1

489. La nature souple des règles de bonne gouvernance relatives aux rémunérations des dirigeants interdit d'en sanctionner le non-respect. Le contrôle de ces règles s'effectue alors à travers l'information qui doit être communiquée selon le principe « se conformer ou expliquer ». Ce principe, tel qu'il a été transposé en France par la loi de 2008, offre une grande flexibilité puisqu'il prend en compte les particularités des sociétés et leur permet d'appliquer leurs propres normes à condition qu'elles s'en justifient. Il s'appuie sur les effets de la transparence et vise à rendre les principes de gouvernance d'entreprise « *plus efficients en déplaçant le centre de gravité de la contrainte de l'État vers les actionnaires et le marché* »[1969].

Cependant, la pratique du *comply or explain* montre qu'il ne permet pas de fournir une information précise et complète, et les explications données en cas de non-application d'un code de gouvernement d'entreprise ou de dérogation aux recommandations du code choisi sont souvent insatisfaisantes. Les taux élevés de conformité, qui pourraient toutefois entretenir la confiance des actionnaires, ne traduisent pas nécessairement une bonne application des pratiques de gouvernance, voire une remise en cause de l'approche « *one size fits all* » à laquelle le *comply or explain* est pourtant censé contribuer.

Parallèlement, les moyens du contrôle préventif de l'application du principe « se conformer ou expliquer » ne semblent pas suffisants, faute d'un contrôle significatif de l'effectivité des pratiques déclarées. La solution résiderait dans le renforcement de ce contrôle pour amener les dirigeants à partager des informations claires et pertinentes avec les actionnaires. Les dirigeants disposent en effet « *de l'information et en premier lieu de l'information sur leur propre comportement, en soi et au regard des fins qu'ils poursuivent. Cela les rend maîtres du jeu* »[1970].

490. Dans tous les cas, que le contrôle soit exercé sur l'effectivité des déclarations ou seulement sur leur existence, il apparaît légitime de s'interroger sur le sort de la société qui déclare respecter les recommandations du code alors qu'elle ne les suit pas en réalité. Il s'agit

---

[1969] L. SCHRYVE, *L'ordre public et le droit des sociétés*, Thèse, Lille 2, 2009, p. 397.
[1970] M.-A. FRISON-ROCHE, « Régulation et droit des sociétés. De l'article 1832 du Code civil à la protection du marché de l'investissement », *in Mélanges D. SCHMIDT*, Paris : Joly éd., 2005, p. 255, spéc. p. 264.

de savoir s’il serait possible de sanctionner la communication d’une information fausse ou trompeuse dans les déclarations de gouvernance.

CHAPITRE -2-

LES SANCTIONS DE L'INFORMATION

491. Les mécanismes du droit souple relatif à la gouvernance d'entreprise sont « *le plus souvent basés sur la transparence et sur la responsabilisation mais moins sur la responsabilité* »[1971]. Le *comply or explain*, de même que le *say on pay*, incitent les émetteurs à se conformer aux règles d'un code de gouvernement d'entreprise, sans pour autant prévoir de sanction en cas de non-conformité. Cela ne signifie cependant pas que les sociétés ont une liberté absolue en la matière. Celles-ci restent, en vertu de l'obligation législative de déclaration issue du principe « se conformer ou expliquer », obligées d'informer le marché de leurs pratiques de gouvernance. C'est précisément par rapport à cette information qu'une sanction peut être envisagée.

En effet, une société pourrait, afin d'obtenir ou de renforcer la confiance des investisseurs, se déclarer conforme aux dispositions d'un référentiel de gouvernance alors qu'elle ne l'est pas en réalité[1972]. Il s'agirait donc d'une diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Cette situation se distingue de l'absence ou de l'insuffisance des informations devant figurer dans le rapport de gestion ou le rapport du président du conseil d'administration relatif aux travaux du conseil et au contrôle interne. Une telle carence est susceptible, comme cela a été précédemment montré[1973], d'entraîner la nullité de l'assemblée générale ou de ses délibérations. Elle permet également à l'AMF d'exercer son pouvoir d'injonction directe ou indirecte. S'agissant de la délivrance d'une fausse information, la question se pose de savoir s'il serait possible d'engager la responsabilité civile des dirigeants envers les actionnaires prétendant avoir été trompés par des déclarations fallacieuses de conformité **(section 1)**. Si l'indemnisation de l'investisseur semble difficile dans de tels cas, la sanction pourrait éventuellement être recherchée sur le terrain de la responsabilité pénale ou administrative **(section 2)**.

[1971] B. PRAS, P. ZARLOWSKI, « Obligation de rendre des comptes », *RFG* 2013/8, n° 237, p. 13, spéc. p. 28.
[1972] B. FASTERLING, « Prospects and limits of corporate governance codes », *in* P. ALI, G.-N. GREGORIOU, *International corporate governance after Sarbanes-Oxley*, Wiley Finance, 2006, p. 467.
[1973] V. *supra*, n° 217.

SECTION 1- L'INDEMNISATION DES INVESTISSEURS EN CAS DE DÉLIVRANCE D'UNE FAUSSE INFORMATION

492. « *L'information financière d'une société cotée n'est bien entendu pas réservée aux actionnaires ; elle doit être servie au public en général et sa finalité est évidemment de permettre aux opérateurs de marché de prendre en connaissance de cause leurs décisions d'achat et de vente de titres* »[1974].

De la qualité de l'information dépendent l'évaluation de la société par le marché et, par conséquent, les décisions d'investissement[1975]. Lorsqu'elle est fausse, l'information peut conduire l'investisseur à prendre une mauvaise décision d'achat, de vente ou de conservation de titres, lui causant un préjudice. La victime dispose dans ce cas de la possibilité d'exercer une action sociale dont elle assume les frais, alors même que les dommages-intérêts éventuellement versés ne bénéficieront qu'à la société, ce qui justifie le recours à l'action individuelle[1976]. Celle-ci exige néanmoins la preuve que le préjudice de l'investisseur soit personnel et certain[1977]. Le préjudice personnel est celui qui affecte le patrimoine de l'actionnaire, contrairement au préjudice social portant atteinte au patrimoine de la société[1978]. Selon la Cour de cassation, « *si un associé ne subit pas un préjudice personnel direct lorsque la baisse de la valeur de ses actions ou parts sociales provient d'une perte affectant l'actif social et résultant de la faute des dirigeants sociaux, en revanche, il subit un préjudice personnel direct lorsqu'il se plaint d'une dévalorisation de ses titres due à des mauvaises informations reçues des dirigeants* »[1979]. Ainsi, la Haute cour refuse d'indemniser l'actionnaire si la perte de valeur des titres résulte d'une faute de gestion, d'un abus biens

---

[1974] P. BISSARA, « Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement de l'entreprise », *art. préc.*, p. 16.
[1975] H. BOUTHINO- DUMAS, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, Paris : L.G.D.J, 2007, p. 223.
[1976] S. MESSAÏ-BAHRI, note sous Cass. com., 19 avril 2005, n° 02-10256, *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 277, p. 125.
[1977] G. VINEY, P. JOURDAIN, S. CARVAL, *Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité*, 4e éd, Paris : LGDJ-Lextenso, 2013, p. 11 et s.
[1978] A. BOUGRINE, N. TORRIBIO, « Les sanctions de la Corporate Governance », *Journ. sociétés*, mars 2009, n° 63, p. 48, spéc. p. 49. Les auteurs définissent le préjudice individuel réparable comme « *celui affectant directement le patrimoine de l'actionnaire sans que celui de la société ne soit atteint ou appauvri* ».
[1979] Rapport de la Cour de cassation, « La responsabilité », Paris : La documentation française, 2002, p. 540 ; V. également, A. COURET, « Interrogations autour de la répartition du préjudice individuel de l'actionnaire », *RJDA* 5/1997, p. 391, spéc. p. 393 : « *l'associé subit un préjudice personnel, individuel, lorsqu'il se plaint d'un mouvement de marché éphémère dû par exemple à de mauvaises informations reçues des dirigeants ; il ne subit plus un préjudice personnel lorsque la chute des cours provient de pertes affectant l'actif social et résultant de fautes de gestion* ».

sociaux, ou d'un abus de pouvoirs, son préjudice n'étant pas distinct de celui de la société[1980]. La demande d'indemnisation individuelle est, en revanche, recevable lorsque la dévalorisation est due à une mauvaise information donnée par le dirigeant[1981]. Il est d'ailleurs possible que les deux préjudices, social et individuel, soient retenus cumulativement[1982].

493. Plus complexe est l'appréciation du caractère certain du préjudice. Pour surmonter cette difficulté, la jurisprudence s'appuie sur la notion de perte de chance[1983]. Celle-ci constitue aujourd'hui le fondement de l'indemnisation de l'investisseur en cas de délivrance d'une fausse information **(§1)**. Un tel fondement ne saurait toutefois suffire en matière d'information relative à la rémunération des dirigeants ou, plus généralement, à la gouvernance d'entreprise, dans la mesure où ce type d'information révèle un déficit de pertinence **(§2)**.

§ 1. LA PERTE DE CHANCE, FONDEMENT DE L'INDEMNISATION DE L'INVESTISSEUR

494. La perte de chance apparaît comme une solution pratique facilitant l'accès des investisseurs à l'indemnisation en cas de publication d'informations fausses ou trompeuses. Même si elle fait l'objet de nombreuses critiques **(B)**, cette théorie présente l'avantage d'assouplir l'exigence d'un préjudice certain **(A)**.

[1980] Cass. com., 26 janvier 1970, n° 67-14787, *JCP* G 1970, II, 16385, note Y. GUYON ; Cass. com., 1er avril 1997, n° 94-18912, *Bull. Joly Sociétés* 1997, § 248, p. 650, note J.-F. BARBIÈR ; Cass. crim., 29 novembre 2000, n° 99-80324, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 101, p. 407, note J-D. BELOT, É. DEZEUZE ; Cass. com., 19 avril 2005, n° 02-10256, *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 277, p. 125, note S. MESSAÏ-BAHRI ; Cass. com., 3 avril 2012, n° 11-11943, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 634, p. 383, note J.-F. BARBIÈR ; Cass. crim., 5 juin 2013, n° 12-80387, *Dr. Sociétés* 2013, n° 10, comm. 168, p. 22, note R. SALOMON ; CA Paris, 20 octobre 1998, *Bull. Joly Sociétés* 1999, § 103, p. 493, note J.-F. BARBIÈR ; F. BÉLOT, « Le préjudice économique de l'associé victime de la dépréciation de ses titres », *LPA* 26 avril 2006, n° 83, p. 6 ; R. VATINET, « La réparation du préjudice causé par les fautes des dirigeants sociaux, devant les juridictions civiles », *Rev. sociétés* 2003, p. 247.

[1981] Cass. crim., 30 janvier 2002, n° 01-84256, *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 179, p. 797, note J.-F. BARBIÈRI ; F. DANOS, « La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », *RJDA* 5/2008, p. 471.

[1982] Cass. com., 28 juin 2005, n° 03-13112, *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 12, p. 80, note S. MESSAÏ- BAHRI ; *LPA* 11 octobre 2005, n° 202, p. 7, note J.-F. BARBIÈR.

[1983] A. COURET, « Abus de marché : Quelles réparations ? », *in* « Quelles stratégies face aux abus de marché ? réparer, transiger, sanctionner », *Dr et patrimoine*, novembre 2014, p. 55.

A / L'assouplissement de la condition de préjudice certain de l'investisseur

495. Une information excessivement pessimiste entraîne en principe une baisse du prix des titres. Celui-ci monte en revanche à la suite d'une information excessivement optimiste. Dans les deux cas, l'investisseur ayant effectué des opérations sur le marché boursier consécutivement à la diffusion de l'information erronée peut subir une perte lui permettant d'engager la responsabilité tant des dirigeants que de la société[1984]. Mais comment être sûr du préjudice de l'investisseur compte tenu de l'incertitude, dans l'hypothèse où l'information aurait été juste, affectant à la fois sa décision et la variation du titre? [1985] Quel aurait été le comportement de l'investisseur s'il avait connu la bonne information ? Celui-ci aurait-il pris la même décision ? Quel aurait été par ailleurs le prix du titre si l'information communiquée n'avait pas été fausse ? La réponse n'est pas évidente et le préjudice semble incertain. Pour remédier à ce problème, les juges recourent à la notion de perte de chance selon laquelle l'information trompeuse prive « *les actionnaires de la chance d'arbitrer judicieusement* »[1986] et de fonder leurs décisions sur des éléments justes. Le préjudice s'analyse donc en une perte de chance, laquelle doit être certaine, de manière à établir « *la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable* »[1987]. En d'autres termes, le préjudice final est substitué par un nouveau préjudice qu'est la chance perdue[1988].

La jurisprudence applique la théorie de la perte de chance pour indemniser l'investisseur qui a acquis ou cédé ses titres sur la foi d'informations fausses ou trempeuses[1989]. Ainsi, dans un arrêt rendu le 26 septembre 2003[1990], la cour d'appel de Paris a retenu la responsabilité de la société Flammarion dont les dirigeants avaient diffusé des

---

[1984] S. SCHILLER, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *Dr. Sociétés* 2009, n° 8-9, étude 12, p. 6.

[1985] A. COURET, « La distinction sanction / réparation », *in* A. REYGROBELLET, N. HUET (dir.), *Les sanctions des sociétés cotées : quelles spécificités, quelle efficacité*, Paris : LexisNexis, 2012, p. 199, spéc. p. 220.

[1986] D. SCHMIDT, « De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » *in bonis* », *in Mélanges P. DIDIER, Étude de droit privé*, Paris : Economica, 2008, p. 383, spéc. p. 389.

[1987] Cass. 1re civ., 8 mars 2012, n° 11-14234, *Gaz. Pal*. 3 mai 2012, n° 124, p. 11, note M. MEKKI ; *LPA* 10 août 2012, n° 160, p. 8, note A. FAUTRÉ-ROBIN ; Cass. com., 12 mai 2015, n° 13-28504, *D*. 2015, p. 1096, obs. A. LIENHARD. Selon ces arrêts, « *seule constitue une perte de chance réparable la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable* ».

[1988] M. BACACHE, « La réparation de la perte de chance : quelles limites ? », *D*. 2013, p. 619. V. également, A. BÉNABENT, *La chance et le droit*, Paris : L.G.D.J, 1973.

[1989] Pour une présentation détaillée de la jurisprudence en la matière : P. CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Paris : Joly-Lextenso éd., 2009, p. 451 et s.

[1990] CA Paris, 26 septembre 2003, *JCP E* 2004, n° 19, p. 769, note G. DE VRIES ; *RTD com.* 2004, p. 316, note C. CHAMPAUD et D. DANET ; *Bull. Joly Bourse* 2004, § 4, p. 43 note E. DEZEUZE ; *RTD com*. 2004, p. 132, note N. RONTCHEVSKY ; *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 12, p. 84, note J.-J. DAIGRE ; *Dr et patrimoine* 2004, n° 131, p. 93, note D. PORACCHIA.

informations faussement pessimistes qui ont incité un actionnaire à céder ses titres. Le préjudice constitué par la perte d'une chance de céder les actions dans des conditions plus favorables a été indemnisé. Le même fondement a été également utilisé pour indemniser des actionnaires d'une société non cotée[1991].

Les demandes d'indemnisation relatives aux préjudices résultant de la conservation des titres acquis antérieurement à la délivrance de fausses informations sont également accueillies avec faveur par la jurisprudence. Dans un premier temps, les tribunaux excluaient les pertes subies dans de telles situations du préjudice réparable, même sous la forme de la perte d'une chance. L'arrêt rendu dans l'affaire Sociétés Générale de Fonderie illustre bien cette position[1992]. En l'espèce, la Chambre criminelle de la Cour de cassation a rejeté le pourvoi formé par les parties civiles soutenant que les prévenus ont sciemment incité les actionnaires à conserver leurs titres « *et par là, spécialement, ont, en connaissance de cause, affecté la libre faculté de jugement de [l'actionnaire] qui, sans cela, aurait pu vendre les valeurs en cause à moindre risque* ». La Haute cour n'a pas reconnu le caractère certain du préjudice résultant de la conservation des titres en estimant que « *seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction* ». Face aux critiques formulées à l'égard de cette décision[1993], la jurisprudence a évolué. La cour d'appel de Paris[1994] a ainsi approuvé le jugement du Tribunal de grande instance dans l'affaire Sidel[1995] ayant considéré que « *les actionnaires ont subi, en l'espèce, un préjudice résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées. Leur liberté de choix a été faussée et un préjudice direct leur a ainsi été causé* ». Dans l'affaire Gaudriot de 2010[1996], la Cour de cassation a confirmé cette solution.

[1991] CA Paris, 18 décembre 2008, *Jurisdata* n° 2008-375155, *affaire Beley* : « *Le défaut d'information est seulement à l'origine d'une perte de chance pour les actionnaires minoritaires de céder leurs actions dans de meilleures conditions* ».

[1992] Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82263, *Bull. Joly Bourse* 1993, § 76, p. 365, note M. JEANTIN ; *Rev. sociétés* 1993, p. 847, note B. BOULOC ; *D.* 1993, p. 610, note C. DUCOULOUX-FAVARD. *Dr. Sociétés* 1993, comm. 212, obs. H. HOVASSE ; Cass. crim, 24 novembre 1999, n° 99-80220, inédit.

[1993] V. par exemple, B. BOULOC, note sous Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82263, *préc*. p. 858.

[1994] CA Paris, 17 octobre 2008, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 31, p. 143, note J.-F. BARBIÈRI ; *Rev. sociétés* 2009, p. 121, note J.-J. DAIGRE ; *Bull. Joly Bourse* 2009, § 4, p. 28, note É. DEZEUZE ; *Rev. Lamy Dr. Aff.* 2009, n° 35, p. 10, note A. DETHOMAS ; *RTDF* 2008, n° 4, p. 137, obs. É. DEZEUZE.

[1995] TGI Paris, 12 sept. 2006, *RTDF* 2006, n° 3, p. 162, note É. DEZEUZE ; *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 14, p. 119, note J.-F. BARBIÈRI ; *Bull. Joly Bourse* 2007, § 4, p. 37, note É. DEZEUZE ; *Rev. sociétés* 2007, p. 102, note J.-J. DAIGRE ; *Rev. Lamy. dr. aff*. 2007, n° 16, p. 76, comm. A. DETHOMAS et M. AUBERT ; D. SCHMIDT, « Affaire Sidel : l'indemnisation des actionnaires », *D*. 2006. 2522.

[1996] Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547, *Bull. civ.*, IV, n° 48, *Bull. Joly. Sociétés* 2010, § 109, p. 537, note D. SCHMIDT ; *JCP* E 2010, 1483, note S. SCHILLER ; *Rev. sociétés* 2010, p. 230, note H. LE NABASQUE ; *LPA* 19 novembre 2010, n° 231, p. 9, note A.-M. ROMANI ; *RTDF* 2010, n° 2, p. 60, comm. N. SPITZ ; *D.* 2010, p. 761, obs. A. LIENHARD ; *RTD com*. 2010, p. 407, note N. Rontchevsky ; *RTD com*. 2010, p. 374, note

La conservation des titres, tout comme l'achat et la cession, en se fondant sur des informations fallacieuses, cause donc à l'investisseur une perte de chance certaine ouvrant droit à réparation. De la sorte, la perte de chance représente « *un préjudice de substitution auquel on recourt lorsque, convaincu de l'implication de la faute dans le dommage, on ne peut raisonnablement lui prêter, comme prolongement causal, qu'une incidence sur la probabilité qu'avait la victime de subir la frustration dont elle se plaint* »[1997].

496. L'utilisation du fondement de la perte de chance est saluée par une partie de la doctrine puisqu'elle constitue une solution pratique contribuant à faciliter la réparation du préjudice des investisseurs et renforçant leur confiance sur le marché financier[1998]. En revanche, d'autres auteurs ont pu lui adresser des critiques.

B / Les critiques du fondement de la perte de chance

497. Selon certains auteurs, le fondement de la perte de chance est contestable notamment en ce qui concerne la recevabilité de l'action civile de l'actionnaire ayant simplement conservé ses titres[1999] ; ce dernier aurait en effet subi la baisse du cours de l'action dans tous les cas et ce, même si l'information avait été exacte[2000]. Finalement, l'actionnaire qui décide de conserver ses titres, au lieu de les vendre perd « *une chance de prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement, mais aucune perte imputable à l'information litigieuse n'est constatable* »[2001].

498. Par ailleurs, le mécanisme de la perte de chance a été mis en cause en raison de la difficulté pratique qui en résulte concernant l'évaluation de l'ampleur du préjudice et la

---

P. LE CANNU et B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 6, comm. 109, p. 17, note M.-L. COQUELET ; *RTD civ*. 2010, p. 575, note P. JOURDAIN.

[1997] D. MARTIN, « De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur », *Banque et Droit*, novembre-décembre1999, n° 68, p. 3.

[1998] J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Paris : Dalloz, 2014, p. 505 ; S. SCHILLER, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *art. préc.*, p. 10 : « *Les solutions [jurisprudentielles] doivent être saluées, car elles contribuent à permettre d'indemniser l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée. Elles s'inscrivent parfaitement dans le contexte actuel, où l'information est clairement présentée comme une chance, et où il est donc normal que la diffusion d'informations erronées soit considérée comme la perte d'une chance* ».

[1999] C. CLERC, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* 2007, n° 1, p. 31.

[2000] C. ARSOUZE, P. LEDOUX, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 101, p. 399. *Contra*, J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, *op. cit*., p. 498 : « *La ratification d'une information excessivement optimiste par une information exacte plus pessimiste peut engendrer un effet d'annonce entraînant une baisse de cours supérieure à celle qui serait advenue sans la fausseté de l'information initiale* ».

[2001] V. MAGNIER, « Indemnisation boursière et préjudice des investisseurs », *D*. 2008, p. 558.

détermination du montant de l'indemnisation[2002]. En effet, une grande liberté est laissée aux juges du fond[2003] qui suivent des méthodes différentes et accordent souvent une indemnisation forfaitaire[2004]. L'affaire Regina Rubens est révélatrice en la matière[2005]. Le respect des règles de la responsabilité civile exigeant une indemnisation intégrale semble en réalité très difficile[2006]. Selon un auteur[2007], la perte de chance ne suffit pas pour réparer le préjudice ; la fausseté de l'information devrait entraîner la nullité de la transaction et la remise en l'état dans lequel l'investisseur aurait été s'il n'avait pas pris la décision d'investissement basée sur cette information. Un rapport du Club des juristes a récemment proposé de mettre en place une méthode rigoureuse et prévisible d'évaluation du préjudice subi par l'investisseur, fondée sur une individualisation des préjudices et tenant compte de l'impact réel de l'information fausse ou mensongère sur la formation du cours de l'action[2008]. Selon cette méthode, l'indemnisation ne serait possible qu'en cas d'acquisition ou de cession d'actions effectuées entre la diffusion de l'information trompeuse et la révélation de son caractère erroné[2009]. Pour sa part, l'AMF a proposé d'intégrer la question de l'indemnisation des victimes dans ses

---

[2002] D. LEDOUBLE, « Perte de chance : pour sortir des formules creuses », *RTDF* 2011, n° 1/2, p. 87 ; A. COURET, « La distinction sanction / réparation », *art. préc*., p. 222.

[2003] La Cour de cassation affirme pourtant que « *la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée* » : Cass. 2e civ., 9 avril 2009, n° 08-15977, *LPA* 23 juillet 2009, n° 146, p. 18, note A. DUMERY ; Cass. 1re civ., 16 juillet 1998, n° 96-15380, *Bull. civ*., I, n° 260, p. 181.

[2004] S. SCHILLER, « Le contrôle judiciaire de l'information sociétaire », *in* É. BLARY-CLÉMENT (dir.), *Transparence et gouvernance : une relecture*, *op. cit*., p. 129, spéc. p. 132 : « *Il est critiquable d'annoncer sans fondement [le montant de l'indemnisation]. Mais quelle est l'autre alternative ? Le choix est simple : soit une indemnisation forfaitaire, soit pas d'indemnisation* » ; S. SCHILLER, « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », *LPA* 10 septembre 2010 n° 181, p. 4.

[2005] En l'espèce, deux mécanismes ont été utilisés pour évaluer l'indemnisation: d'une part, l'actionnaire institutionnel, qui avait souscrit des titres dans le holding de l'émetteur, a été indemnisé sur le fondement de la perte de chance. Sa perte a été ainsi estimée à 10 % des sommes investies. D'autre part, les autres actionnaires de la société émettrice ont reçu une réparation égale à la différence entre le prix d'acquisition des actions et leur valeur après la révélation des fraudes : CA Paris, 14 septembre 2007, *RTDF* 2007, n° 4, p. 145, note N. RONTCHEVSKY ; J.-B. LENHOF, « "Affaire Regina Rubens", la responsabilité civile de droit commun au secours des petits actionnaires », *Lexbase Hebdo*, 2007, n° 276. Sur pourvoi, Cass. com., 25 septembre 2007, n° 06-17476, *Rev. sociétés* 2008 p. 634, note E. BOURETZ, J.-L. EMERY.

[2006] A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* 2007, n° 3.

[2007] N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, Paris : Revue Banque, 2010, p. 2320.

[2008] Le Club des juristes, « L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées », novembre 2014, disponible sur http://www.leclubdesjuristes.com/les-publications/rapport-prejudice-financier-linvestisseur-les-societes-cotees/.

[2009] D. GALLOIS-COCHET, « Diffusion d'une fausse information sur le marché et préjudice de l'investisseur », *Dr. Sociétés* 2015, n° 1, repère 1 ; J. KLEIN, « L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes », *JCP* G 2015, n° 15, p. 738.

procédures internes et d'apporter son expérience aux juges pour les aider à évaluer le préjudice[2010].

499. Malgré les critiques formulées à son égard, la perte de chance demeure un fondement important qui permet à l'investisseur d'être indemnisé en cas de délivrance de fausse information en facilitant la démonstration du lien de causalité entre l'abus et le dommage. Cela ne signifie cependant pas que ce fondement permettrait d'indemniser tout investisseur sans qu'une vérification de la pertinence de l'information litigeuse soit effectuée.

§ 2. LA PERTINENCE DE L'INFORMATION : CRITÈRE DE L'INDEMNISATION DE L'INVESTISSEUR

500. Pour que la perte de chance en cas de délivrance d'informations fausses ou trompeuses soit indemnisée, la jurisprudence procède à une distinction entre les informations pertinentes et non pertinentes **(A)**, ce qui rend l'indemnisation en matière d'information relative à la gouvernance d'entreprise, dont l'information relative à la rémunération fait partie, très difficile **(B)**.

A / La nécessaire distinction entre information pertinente et information non pertinente

501. Afin de caractériser la perte de chance, la jurisprudence exigeait l'établissement du lien de causalité entre l'information erronée et la décision de l'investisseur **(a)**. Cette position semble néanmoins avoir été abandonnée récemment au profit d'un examen de la nature de l'information en cause **(b)**.

a) L'exigence d'un lien de causalité entre la fausse information et l'arbitrage de l'investisseur

502. La souplesse offerte par le fondement de la perte de chance était souvent relativisée par l'exigence d'établir le lien de causalité entre l'information et l'arbitrage de

[2010] AMF, « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs », 25 janvier 2011, p. 18 et s ; P.-H. CONAC, « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs », *Rev. sociétés* 2011, p. 252.

l'investisseur. L'étude de la jurisprudence avant 2014 montre la nécessité de démontrer que la décision d'investissement a été motivée par l'information inexacte. Dans l'affaire Société Générale de Fonderie[2011], la demande d'indemnisation de l'investisseur ayant acquis des titres avant la diffusion de la fausse information a été refusée, car il n'avait pas apporté « *la preuve péremptoire* » que sa décision de conserver ses actions ait été « *directement dictée par les seules hausses des cours du titre* » pendant la période de diffusion de ladite information. De manière plus claire, la Cour de cassation a affirmé dans son arrêt du 9 mars 2010[2012] que « *celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé* ». Il en résultait que si la décision n'était pas prise « *au vu* » de l'information erronée, le préjudice n'était pas caractérisé[2013]. Ce lien de causalité entre les manquements commis par la société et le comportement de l'investisseur pouvait être prouvé en se fondant sur un faisceau d'indices. Par exemple, dans l'affaire Eurodirect Marketing[2014], ce lien a été déduit de l'achat d'actions plus volumineux au regard des opérations réalisées antérieurement à la diffusion du communiqué litigieux. De même, le lien de causalité a résulté, dans l'affaire Flammarion[2015], de la vente des titres consécutive à une information exagérément pessimiste.

503. La preuve de la prise en compte par l'investisseur de l'information fallacieuse est difficile à établir et dépend d'éléments subjectifs[2016]. En définitive, l'indemnisation n'était pas réellement facilitée par le seul recours à la perte de chance, notamment en cas de conservation des titres[2017], ce qui explique le nombre limité des actions en responsabilité civile visant à obtenir la réparation d'un préjudice boursier[2018]. À cet égard, un auteur a proposé de

---

[2011] Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82263, *préc*.
[2012] Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547, *préc.*
[2013] H. LE NABASQUE, note sous Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547, *Rev. sociétés* 2010, p. 230.
[2014] CA Colmar, 14 octobre 2003, *RTD com.* 2004, p. 567, note N. RONTCHEVSKY ; *Bull. Joly Bourse* 2004, § 89, p. 466, note G. DOLIDON ; *LPA* 28 avril 2004, n° 85, p. 3, F. LEPLAT. Sur pourvoi, Cass. com., 22 novembre 2005, n° 03-20600, *RTD com.* 2006, p. 445, note M. STORCK ; *Banque et Droit*, janvier-février 2006, n° 105, p. 35, obs. H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.
[2015] CA Paris, 26 septembre 2003, *préc.*
[2016] V. MAGNIER, « Indemnisation boursière et préjudice des investisseurs », *art. préc.*, p. 560.
[2017] J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, *op. cit.*, p. 503.
[2018] A.-V. LE FUR, D. SCHMIDT, « Il faut un tribunal des marchés financiers », *D.* 2014, p. 551. Les auteurs rendent compte du manque d'attractivité de l'action en responsabilité civil en cas de préjudice boursier : « *les procédures en réparation des préjudices causés par les abus de marché sont rares : alors que la Commission des sanctions [de l'AMF] a rendu plus de 220 décisions en cette matière depuis 2004, seule une dizaine de procédures en dommages-intérêts ont été introduites par des plaignants. Faut-il en déduire que les abus de marché ne causent pas de préjudice, ou que les investisseurs préfèrent s'abstenir de s'engager dans une procédure à l'issue coûteuse et aléatoire ?* ».

distinguer entre les préjudices de conditions et les préjudices de décisions[2019]. Les premiers caractérisent le dommage subi par l'investisseur ayant vendu ou acheté des titres sur un marché dont le bon fonctionnement est altéré par de fausses informations, sans pour autant que celles-ci aient un effet déterminant sur la décision d'investissement[2020]. En revanche, les seconds concernent la situation dans laquelle l'information a été déterminante dans les choix de la victime[2021]. Dès lors, l'évaluation des préjudices boursiers par les seuls préjudices de conditions serait plus objective et présenterait « *le double avantage d'écarter les inévitables débats sur les aspects subjectifs du préjudice boursier et de plafonner le montant maximum de l'indemnisation à la charge du responsable* »[2022]. Il n'en demeure pas moins que la détermination du montant de l'indemnisation dans ce cas n'est pas chose aisée[2023].

504. Par ailleurs, il a été proposé de suivre l'exemple du droit américain qui montre plus de souplesse en la matière[2024]. En effet, la règle 10b-5 de la *Securities and Exchange Commission*, prise en application de la section 10-b du *Securities Exchange Act* de 1934, conditionne la recevabilité de la responsabilité civile en cas de préjudice boursier à la démonstration du lien de causalité entre la fraude et l'achat ou la vente du titre, ainsi qu'entre la fraude et la perte de valeur de ce dernier[2025]. La victime doit donc prouver qu'elle a eu connaissance de l'information erronée au moment de sa prise de décision, mais également l'impact qu'a eu la fausse information sur le cours. En raison de la difficulté d'administration de cette preuve, la jurisprudence américaine admet, depuis l'arrêt *Basic* de 1988[2026], l'existence d'une présomption de confiance fondée sur la théorie de l'efficience des marchés (*fraud on the market theory*). Selon cette théorie, dans les marchés boursiers efficients toutes

---

[2019] N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, *op. cit*., p. 210.
[2020] *Id.*, p. 212 et s : « *La justification des préjudices de conditions repose sur une [raison] fondamentale : les acteurs boursiers ont droit à effectuer leurs opérations à un cours déterminé par un marché boursier en état de bon fonctionnement* ».
[2021] *Id.*, p. 232 et s.
[2022] *Id.*, p. 323.
[2023] L'auteur considère que la solution donnée par la Cour de cassation dans l'affaire Gaudriot représente « *une évaluation arbitraire, injuste et inopportune* ». Selon lui, le dommage des préjudices de conditions doit être évalué par la différence entre le prix auquel la transaction a été réalisée et le cours auquel elle aurait dû l'être dans des conditions de bon fonctionnement du marché : N. SPITZ, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », *RTDF* 2010, n° 2, p. 60. Cette méthode, qui existe d'ailleurs aux États-Unis, est difficile et requiert le travail des experts de la finance. V. sur cette question, M.-B. FOX, « Demystifying causation in fraud-on-the-market actions », *The Business Lawyer*, février 2005, vol. 60, p. 507.
[2024] E. RAPONE, « Le droit français doit-il s'inspirer du droit américain pour réparer le préjudice causé par de fausses informations boursières ? », *JCP* E 2013, n° 6, 1099, p. 32 ; *Dr. Sociétés* 2013, n° 2, étude 4, p. 8 ; *RD bancaire et fin*. 2013, n° 1, étude 3, p. 19.
[2025] A.-M. ERDLEN, « Timing is everything : markets, loss, and proof of causation in fraud on the market actions », *Fordham Law Review*, mars 2011, vol. 80, issue 2, p. 876.
[2026] U.S. Supreme Court, 7 mars 1988, n° 86-279, *Basic, Inc. v. Levinson*.

les informations disponibles sont intégrées dans les cours[2027]. Dès lors, l'investisseur peut prétendre qu'il a acquis ou cédé à un prix erroné, du fait de l'intégration de la fausse information dans le cours de bourse ; sa confiance dans l'intégrité des prix du marché a été trompée, trahie, ce qui lui ouvre droit à indemnisation. Il convient de souligner que la *fraud on the market theory* n'est opératoire qu'en cas d'acquisition ou de cession, et non pas en cas de conservation des titres[2028].

Ce régime probatoire favorable repose essentiellement sur l'hypothèse de l'existence d'un état de bon fonctionnement du marché boursier[2029]. Il peut par ailleurs entraîner un nombre très élevé de contestations qui sont parfois susceptibles d'avoir un effet déstabilisant pour les sociétés cotées[2030]. C'est notamment pour cette raison qu'il a été, par la suite, exigé que l'information litigieuse soit pertinente pour un investisseur sur le marché. La jurisprudence française a récemment procédé à cet examen de la pertinence de l'information tout en passant sous silence la question du lien de causalité entre la décision de l'investisseur et la fausse information.

b) L'examen de la pertinence de l'information

505. La présomption posée par la jurisprudence *Basic* a conduit à la prolifération des *class actions* aux États-Unis. L'instabilité pour les sociétés américaines résultant de cette situation a incité le législateur à intervenir à travers le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995[2031]. L'objectif de cette loi est d'améliorer la qualité des contentieux en exigeant du demandeur de préciser l'information litigieuse et dans quelle mesure elle est considérée comme trompeuse[2032]. Il ne suffira donc plus d'exercer une action à la suite d'une variation forte du cours des titres, mais il faudra encore justifier une information significative et pertinente, ce qui « *marque un recentrage du droit américain sur la qualité objective de*

[2027] E. FAMA, « Efficient capital markets : a review of theory and empirical work », *Journal of finance*, mai 1970, vol. 25, issue 2, p. 383 ; B.-M. BARBER, P.-A. GRIFFIN, « The fraud-on-the-market theory and the indicators of common stocks' efficiency », *Journal of Corporation Law*, 1994, vol. 19, issue 2, p. 285 ; A.-S. DOUGLAS, « Fraud on the market: short sellers' reliance on market price integrity », *William & Mary Law Review*, 2005, vol. 47, issue 3, p. 1003.

[2028] P.-H. CONAC, « La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information », *Bull. Joly Bourse* 2007, § 70, p. 358 ; U.S. Supreme Court, 9 juin 1975, n° 74-124, *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*.

[2029] N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, *op. cit*., p. 354.

[2030] L. BEBCHUK, A. FERRELL, « Rethinking Basic », *The Business Lawyer*, mai 2014, vol. 69, n° 3, p. 671.

[2031] Private Securities Litigation Reform Act, Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737, December 1995.

[2032] M.-A. PERINO, « Did the Private Securities Litigation Reform Act work? », *University of Illinois Law Review*, 2003, n° 4, p. 913.

l'information »[2033]. De plus, la Cour suprême des États-Unis a affirmé, dans un arrêt rendu le 23 juin 2014[2034], que l'application de la présomption issue de la théorie des marchés efficients souffre la preuve contraire, en l'occurrence la démonstration, à la charge du défendeur, que la fausse information n'a eu aucun impact sur le cours[2035]. D'un point de vue théorique, cette décision est fondamentale car elle témoigne de la distance qu'entend prendre le droit américain à l'égard de la puissante théorie financière de l'efficience des marchés.

506. Dans un arrêt du 6 mai 2014[2036], la jurisprudence française, remettant en cause sa position prise dans l'arrêt Gaudriot, semble s'être considérablement rapprochée de la position américaine concernant la nature de l'information. En l'espèce, la révélation de fausses informations diffusées par la société Marionnaud avait entraîné une baisse du cours de bourse de plus de 30 %. Un actionnaire a ainsi saisi la justice pour demander réparation de son préjudice, estimant qu'il avait été incité à investir puis à conserver les titres acquis en raison des informations trompeuses. La cour d'appel de Paris a décidé d'indemniser la victime sur le fondement de la perte de chance. Dans son pourvoi, la société Marionnaud a contesté l'absence de démonstration que l'investisseur s'était effectivement référé aux informations publiées pour décider de vendre, de conserver ou d'acheter des titres de la société concernée. La Chambre commerciale de la Cour de cassation a rejeté le pourvoi en considérant que l'investisseur avait été, « *de manière certaine, privé de la possibilité de prendre des décisions d'investissements en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés* ». La Haute cour a énoncé que la cour d'appel « *n'avait pas à procéder à la recherche et pas davantage à répondre aux conclusions inopérantes invoquées par le moyen, [et] a caractérisé le lien de causalité entre les fautes commises par la société et le préjudice, s'analysant en une perte de chance* ». Les juges ne se sont pas référés à un faisceau d'indices pour caractériser le lien de causalité, mais ils ont estimé que les communiqués mensongers étaient « *de nature à gonfler artificiellement le*

[2033] J.-C. DUHAMEL, *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, *thèse. préc.*, p. 342.

[2034] U.S. Supreme Court, 23 juin 2014, n° 13–317, *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*.

[2035] Y. NILI, « Supreme Court upholds fraud-on-the-market presumption in Halliburton », *HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 24 juin 2014, disponible sur http://corpgov.law.harvard.edu/2014/06/24/supreme-court-upholds-fraud-on-the-market-presumption-in-halliburton/.

[2036] Cass. com., 6 mai 2014, n° 13-17632, *Bull. civ.*, IV, n° 81, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112, p. 449, note S. TORCK ; *RD bancaire et fin*. 2014, n° 4, p. 54, note P. PAILLER ; *Bull. Joly Bourse* 2014, § 111, p. 340, note A. GAUDEMET ; *Dr. Sociétés* 2014, n° 8-9, comm. 126, p. 30, comm. M. ROUSSILLE ; *JCP* E 2014, n° 27, 1360, p. 23, note A. BALLOT-LÉNA.

cours de la bourse et à inciter les actionnaires à acheter des titres à un cours supérieur à sa valeur réelle, ou à les conserver ».

Dans cette affaire, la Cour de cassation a considéré que la recherche d'un lien de causalité entre les informations communiquées et les comportements de l'investisseur était « *inopérante* ». Elle n'a donc pas présumé l'existence de ce lien, et si présomption il y a, comme le souligne un auteur, « *c'est celle du caractère nécessairement perturbateur pour le marché d'une communication financière trompeuse, propre à priver les investisseurs des éléments d'information dont ils pourraient avoir besoin pour prendre en toute connaissance de cause leurs décisions d'investissement. Si cela revient déjà à préjuger de l'importance de premier ordre que revêt l'information financière des sociétés cotées – ce qui est bien le moins lorsque sont en cause les comptes sociaux et le résultat…* »[2037]. Ainsi, d'après la Cour de cassation, le fait que l'information soit « *de nature* » à inciter l'investisseur à acheter, à vendre ou à conserver des titres de la société suffirait à caractériser le préjudice, sans qu'il y ait besoin d'établir le caractère déterminant de l'information dans la décision de l'investisseur. Il en résulte, *a contrario*, que lorsque cette information n'est pas de nature à influencer l'arbitrage d'investissement ou, en d'autres termes, lorsqu'elle n'est pas pertinente, le préjudice, s'analysant toujours en une perte de chance, ne serait pas indemnisé.

507. Cette distinction entre information pertinente et non pertinente est opportune puisqu'elle dispensera le demandeur d'apporter la preuve très difficile du lien de causalité entre sa décision d'investissement et la fausse information, sans pour autant ouvrir la porte aux actions fondées sur des informations dépourvues de tout effet. Il n'en demeure pas moins qu'une telle distinction conduirait vraisemblablement à exclure l'indemnisation des investisseurs prétendant avoir été trompés par une information relative à la gouvernance d'entreprise.

B / De la pertinence de l'information en matière de gouvernance d'entreprise

508. Le droit européen incite les États membres à veiller à ce que leurs dispositions législatives en matière de responsabilité s'appliquent aux membres des conseils d'administration ou de surveillance pour violation des obligations relatives à la gouvernance

[2037] S. TORCK, note sous Cass. com., 6 mai 2014, n° 13-17632, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112, p. 449.

d'entreprise[2038]. En droit français, les administrateurs et les directeurs généraux sont responsables, envers la société ou envers le tiers, des « *infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes* »[2039]. L'exigence communautaire est respectée dans la mesure où la déclaration de gouvernance d'entreprise issue du principe « se conformer ou expliquer » est prévue par la loi[2040]. Une déclaration mensongère de conformité, ou de non-conformité, conduirait donc théoriquement à engager la responsabilité des dirigeants.

Toutefois, il est difficile en pratique d'imaginer que la responsabilité des dirigeants puisse être engagée sur la base d'une fausse déclaration de gouvernance[2041]. En effet, les informations qui sont susceptibles d'affecter le cours des titres, et qui peuvent ainsi influencer l'opinion de l'investisseur, sont davantage celles concernant les résultats économiques et financiers de la société[2042]. La probabilité qu'une information relative à l'indépendance des administrateurs, par exemple, ou au caractère « *équitable* » ou « *exhaustif* »[2043] de la rémunération des dirigeants, ait un effet sur le marché, est très faible[2044].

Le caractère subjectif et non pertinent des informations relatives à la gouvernance d'entreprise a déjà été souligné par la doctrine s'agissant du lien de causalité que l'actionnaire lésé devait établir entre la déclaration de gouvernance insincère et le préjudice subi, ce qui s'avérait « *plus délicat que dans l'hypothèse d'une information financière ou comptable diffusée dans le public. Car, contrairement à cette dernière, l'information sur les pratiques de bonne gouvernance est loin d'être objective* »[2045]. Par conséquent, l'indemnisation fondée sur de fausses déclarations de gouvernance est traditionnellement exclue par la doctrine[2046]. L'inverse conduirait par ailleurs à des abus en instrumentalisant ces informations à des fins d'indemnisation.

[2038] Directive 2013/34/UE du Parlement Européen et du conseil du 26 juin 2013, *op. cit.*, art. 33-2, p. 48.
[2039] C. com. art. L. 225-251, al. 1.
[2040] C. com. art. L. 225-37, al. 7.
[2041] J.-B. POULLE, *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, *op. cit.*, p. 304.
[2042] Sur l'importance de l'information financière : J.-B. POULLE, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA* 21 janvier 2009, n° 15, p. 6 :H. DE VAUPLANE, « Responsabilité et information publiée par la société », *in* H. SYNVET, « Information financière et responsabilité », *RD bancaire et fin*. 2004, n° 6, p. 458.
[2043] AFEP-MEDEF, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », point 23.1, p. 21.
[2044] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *art. préc.*, p. 152 et s.
[2045] V. MAGNIER, « Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité, *art. préc.*, p. 27.
[2046] S. SCHILLER, V. MAGNIER, I. TCHOTOURIAN et *ali*, « Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013 », *art. préc.*, p. 28.

509. Aux États-Unis, les juges procèdent à l'appréciation de la pertinence de l'information depuis déjà une vingtaine d'années[2047]. Ont été ainsi considérées comme insignifiantes et sans effet sur les cours et sur le comportement des actionnaires, les affirmations idéalistes qui ne peuvent pas faire l'objet d'une vérification objective[2048], de même que les expressions optimistes, vagues et imprécises, sur la qualité de l'équipe de direction et sa capacité à aller de l'avant[2049]. Le critère de pertinence de l'information devrait donc exclure des informations déterminantes celles relatives à la gouvernance d'entreprise. Si elles peuvent contribuer à renforcer la confiance des investisseurs, les déclarations de gouvernance ne sont pas capables, à elles seules, de motiver leur arbitrage, car elles ont un caractère subjectif et ne participent pas à un entendement commun[2050]. En outre, les études empiriques ne permettent pas d'établir de manière certaine l'existence de réactions de marché aux déclarations de gouvernance d'entreprise[2051].

510. Il n'en demeure pas moins que certaines informations relatives à la rémunération des dirigeants présentent un caractère objectif. Cela concerne tant les informations que le droit souple recommande de délivrer que celles résultant d'une obligation légale. Tel est le cas, par exemple, des informations devant figurer dans le rapport de gestion ayant trait à la rémunération totale et aux avantages de toute nature versés à chaque mandataire social[2052]. Certes, ces informations pourraient en principe être source de responsabilité des dirigeants si elles étaient fausses ou fallacieuses. Elles ne seraient pas pour autant pertinentes dans une logique de responsabilité indemnitaire. Il est en effet difficilement concevable que de telles informations puissent avoir une incidence sur le marché et dicter directement la décision

---

[2047] V. *supra*, n° 505.

[2048] U.S. Court of Appeals for the First Circuit, 1996, n° 82 F.3d 1194, *Shaw v. Digital Equipment Corp Wilensky*, spéc. n° 85 : « *In most circumstances, disputes over the materiality of allegedly false or misleading statements must be reserved for the trier of fact. But not every unfulfilled expression of corporate optimism, even if characterized as misstatement, can give rise to a genuine issue of materiality under the securities laws. In particular, courts have demonstrated a willingness to find immaterial as a matter of law a certain kind of rosy affirmation commonly heard from corporate managers and numbingly familiar to the marketplace--loosely optimistic statements that are so vague, so lacking in specificity, or so clearly constituting the opinions of the speaker, that no reasonable investor could find them important to the total mix of information available* » ; U.S. Court of Appeals for the Tenth Circuit, 13 avril 2010, n° 09-1196, *SEC v. Curshen*.

[2049] U.S. Northern District of California Court, 1998, n° 2 F. Supp.2d 1231, *Wenger v. Lumisys, Inc* : « *Vague statements of opinion are not actionable under the federal securities laws because they are considered immaterial and discounted by the market as mere puffing. No matter how untrue a statement may be, it is not actionable if it is not the type of statement that would significantly alter the total mix of information available to investors* ».

[2050] F. ARCHON, M. GRAHAM, D. WEIL, *Full disclosure : The perils and promise of transparency*, Cambridge University Press, 2008, p. 50 et s ; F. ARCHON, M. GRAHAM, D. WEIL, « Full disclosure : The perils and promise of transparency », *Politics & Policy*, août 2008, vol. 36, issue 4, p. 727. Selon les auteurs, pour qu'une information soit considérée comme transparente, elle doit être objective et facilement compréhensible.

[2051] A. COURET, « Gouvernance et confiance : les conditions d'une fusion vertueuse », *art. préc.*, p. 52.

[2052] C. com. L. 225-102-1, al. 1.

d'investissement, même si elles sont susceptibles de renforcer une décision déjà prise. Un investisseur raisonnable[2053] s'intéresserait moins, nous semble-il, au montant de la rémunération octroyé aux dirigeants de la société qu'à ses résultats financiers et aux opérations économiques et sociétaires qu'elle envisage de réaliser. De plus, une étude récente s'est interrogée sur les multiples facteurs privilégiés par les investisseurs dans leurs prises de décision. Parmi les réponses, les informations relatives à la rémunération des dirigeants, et plus généralement, à la gouvernance d'entreprise n'y figurent pas[2054].

511. Cette situation explique probablement que les juges ne se sont jamais prononcés, à notre connaissance, dans le cadre d'actions en responsabilité civile sur le seul fondement de fausses informations relatives à la gouvernance d'entreprise ou à la rémunération des dirigeants. Il convient donc de se tourner vers les règles de responsabilité pénale ou administrative pour chercher la sanction des fausses déclarations de gouvernance d'entreprise.

SECTION 2- LES RESPONSABILITÉS PÉNALE ET ADMINISTRATIVE

512. L'incertitude relative à la réparation du préjudice ne signifie pas que la faute n'est pas punissable[2055]. En cas de publication de fausses déclarations de gouvernance, les juridictions pénale et administrative peuvent être saisies. Si l'hypothèse d'une sanction pénale paraît incertaine **(§2)**, une sanction administrative est effectivement envisageable **(§1)**.

§ 1. L'INCERTAINE RESPONSABILITÉ PÉNALE

513. La sanction des déclarations de conformité mensongères pourrait être recherchée sur le terrain de la responsabilité pénale. Aux termes de l'article L. 465-2, alinéa 2, du Code monétaire et financier : « *est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L. 465-1,*

[2053] Sur le concept d'investisseur raisonnable : C. MAISON-BLANCHE, « L'investisseur raisonnable, un concept mou à des fins répressives », *RTDF* 2009, n° 4, p. 51 ; V. également, S. TORCK, note sous CJUE, 11 mars 2015, n° C-628-13, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113, p. 282.
[2054] Ernst & Young, « Valorisation des entreprises. Que regardent les marchés financiers ? », 2e éd., juin 2015. Les analystes citent comme facteurs clés dans l'appréciation de la valeur d'une entreprise : le positionnement géographique à 62 % ; le recours à la croissance externe à 55 % ; la stabilité de l'activité/la récurrence des cash-flows à 31 %.
[2055] C. BAJ, « Le principe de loyauté et le prix de marché », *in Mélanges D. SCHMIDT*, Paris : Joly éd., 2005, p. 1, spéc. p. 49.

le fait, pour toute personne, de répandre ou de tenter de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur ou de ses titres admis aux négociations sur un marché réglementé […] de nature à agir sur les cours ». Selon ce texte, pour que l'élément matériel de l'infraction soit caractérisé, l'information portant sur les perspectives ou la situation d'une société cotée doit être susceptible d'avoir une influence sur le marché. La question de la nature de l'information se pose alors une fois de plus, mais de manière tout à fait directe ici. De manière générale, le délit de diffusion de fausse information peut concerner les présentations comptables inexactes, les informations partielles sur l'endettement, les communications prévisionnelles illusoires, ou encore les informations relatives aux termes des opérations financières[2056].

La doctrine évoque une information « *sensible* »[2057] qui peut être définie comme celle « *qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* »[2058]. La simple potentialité d'influence sur l'arbitrage de l'investisseur suffit pour apprécier l'information, même si aucun impact effectif sur les cours n'est caractérisé à l'occasion du litige[2059]. Ont été, par exemple, considérées comme ayant un effet sur les cours, les annonces d'une OPA[2060], l'annonce du fait que les prévisions de résultats de l'émetteur ne seront pas atteintes[2061], de même que les informations qui concernent la survie de la société ou qui remettent en cause la continuité de l'exploitation[2062].

Ces exemples montrent que toute information ne présente pas un caractère sensible[2063], et il est légitime de douter de la possibilité d'appliquer l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier aux informations relatives à la gouvernance d'entreprise. En réalité, l'influence de

---

[2056] P. CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, *op. cit.*, p. 375.
[2057] A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET et *ali*, *Droit financier*, *op. cit.*, p. 1153.
[2058] Directive 2003/124/CE de la commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *JOUE* du 24 décembre 2003, n° L 339, art. 1, p.70.
[2059] CJUE, 23 décembre 2009, n° C-45/08, *D.* 2010, p. 85, note A. LIENHARD ; *D.* 2010, p. 1663, note C. MASCALA ; *RSC* 2010, p. 156, obs. F. STASIAK ; *RSC* 2010, p. 244, obs. L. IDOT ; *Rev. Lamy. dr. aff.* 2010, n° 45, p. 35, note D. CHEMIN-BOMBEN ; *RD bancaire et fin.* 2010, n° 2, p. 91, note T. BONNEAU ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 5, comm. 96, p. 31, comm. R. MORTIER ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 73, p. 346, note D. SCHMIDT ; V. également, CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112, p. 209, note A. GAUDEMET.
[2060] Décis. AMF, 11 décembre 2008, *Banque et Droit*, mai 2009, n° 125, p. 32, obs. H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT MARS, J.-P. BORNET.
[2061] Cass. com., 26 mai 2009, n° 08-17138, *Dr. Sociétés* 2009, n° 10, p. 23, note T. BONNEAU.
[2062] Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-65827, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 49, p. 378 ; TGI Paris, 9 janvier 2004, *Bull. Joly Bourse* 2004, § 59, p. 255, note C. DUCOULOUX-FAVARD.
[2063] J.-J. DAIGRE, note sous Décis. AMF, 27 novembre 2009, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 14, p. 107.

ces informations sur les cours « *ne relève pas d'une évidence et leur caractère erroné ne sera donc pas a priori sanctionné sur le plan pénal* »[2064]. De surcroît, l'élément moral de l'infraction requiert un acte volontaire : l'auteur doit agir sciemment, en ayant conscience du caractère faux ou trompeur de l'information qu'il répand[2065]. La simple négligence ne peut pas être retenue[2066]. Or, si les déclarations de gouvernance peuvent être faites avec trop de légèreté, il est plus délicat de prouver qu'elles sont produites de délibérément avec l'intention de tromper[2067]. La même incertitude plane quant aux informations relevant des obligations légales de transparence des rémunérations des dirigeants sociaux[2068]. Il paraît en effet difficile d'imaginer qu'un investisseur raisonnable changerait sa décision d'investissement en raison du montant élevé de la rémunération du mandataire social alors que les résultats économiques de la société sont au rendez-vous. Il serait, en revanche, concevable que l'écart entre la performance et la rémunération affecte cette décision. Mais dans ce dernier cas, ce serait davantage l'information sur la performance que l'investisseur intègrerait que celle relative à la rémunération, cette dernière ne jouant qu'un rôle subsidiaire.

514. L'existence d'une information de « *nature à agir sur le cours* » est donc déterminante pour caractériser le délit de diffusion de fausse information, ce qui constitue un obstacle à la mise en œuvre de la responsabilité pénale dès lors qu'il s'agit d'une information fallacieuse relative à la gouvernance d'entreprise. Une telle condition n'est, en revanche, pas requise en matière de responsabilité administrative.

§ 2. L'ÉVENTUELLE RESPONSABILITÉ ADMINISTRATIVE

515. Seule la sanction prévue par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers semble pouvoir s'appliquer de manière certaine aux déclarations de conformité mensongères **(A)**. L'engagement de la responsabilité administrative de la société, ou de ses dirigeants, peut néanmoins être troublé par la jurisprudence récente relative à la règle *non bis in idem* **(B)**.

[2064] S. SCHILLER, V. MAGNIER, I. TCHOTOURIAN et *ali*, « Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013 », *art. préc*., p. 28.
[2065] R. SALOMON, « Le particularisme des infractions boursières », *JCP* E 2000, n° 20, p. 788, spéc. n° 19 ; TGI Paris, 17 décembre 1997, *RTD com*. 1998, p. 640, note N. RONTCHEVSKY ; TGI Paris, 9 janvier 2004, *préc*.
[2066] Cass. crim., 15 mai 1997, n° 96-80399, *Rev. sociétés* 1998, p. 135, note B. BOULOC.
[2067] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *art. préc*., p. 155.
[2068] Ernst & Young, « Valorisation des entreprises. Que regardent les marchés financiers ? », *op. cit*.

A / Le fondement de la responsabilité administrative

516. À la différence du droit pénal exigeant que la fausse information ait un impact sur les cours, le Règlement de l'AMF vise la communication ou la diffusion « *des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers […], alors que [l'auteur] savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses* »[2069]. Ainsi, l'information peut être de toute nature ; aucun impact sur le marché n'est exigé[2070] dès lors que les informations, par leurs imprécisions et leurs inexactitudes, ont faussé la connaissance que le marché pouvait avoir de l'état de la société, et ont ainsi « *porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts* »[2071]. Ce texte fait en réalité écho à l'article 223-1 du Règlement de l'AMF imposant aux sociétés de communiquer une information exacte, précise et sincère.

Par ailleurs, le caractère intentionnel n'est pas requis pour que les faits soient sanctionnés. La Cour de cassation distingue en effet entre la « communication » qui concerne les informations émanant de la société et la « diffusion » qui vise celles transmises par un tiers[2072]. Dès lors, seule cette dernière doit être intentionnelle, alors que la communication par l'émetteur de fausses informations peut résulter d'une imprudence ou d'une négligence[2073]. La commission des sanctions de l'AMF considère d'ailleurs que le dirigeant « *compte tenu des circonstances et au regard de ses fonctions, savait ou aurait dû savoir* »[2074] que l'information communiquée était erronée.

[2069] RGAMF, art. 632-1, al. 1.

[2070] H. PISANI, « La responsabilité de la société et de ses dirigeants en matière d'information financière », *RTDF* 2010, n° 2, p. 35 ; Décis. AMF, 7 novembre 2013, *JCP* E 2014, n° 8, 1092, p. 43, note D. MARTIN, M. FRANÇON.

[2071] CA Paris, 25 janvier 2000, *Bull. Joly Bourse* 2000, § 54, p. 262, note N. RONTCHEVSKY.

[2072] Cass. com., 15 juin 2010, 09-14968, *D.* 2010, p. 1552, note A. LIENHARD ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 12, comm. 231, p. 29, comm. R. MORTIER ; *RTDF* 2010, n° 3, p. 150, note N. RONTCHEVSKY : « *Les dispositions de l'article 632-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers n'exigent pas que soit établi le caractère intentionnel de la communication des informations visées par cet article* ».

[2073] T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3e éd., Paris : Economica, 2010, n° 522, p. 745 ; C. DUCOULOUX-FAVARD, « Infractions boursières – Délits et manquements boursiers », *J-Cl. Banque - Crédit – Bourse*, 3 avril 2013, Fasc. 1600, n° 116.

[2074] Décis. AMF, 3 novembre 2004, *Banque et Droit*, janvier 2005, n° 100, p. 20, obs. H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE ; *Rev. sociétés* 2007, p. 335, note J.-L. NAVARRO ; Décis. AMF, 5 juillet 2007, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 332, p. 1261, note J.-F. BARBIÈRI.

517. En conséquence, le manquement administratif est beaucoup plus facile à caractériser que le délit[2075] ; l'information ne doit pas nécessairement avoir une incidence sur le cours des titres, et les simples légèretés ou imprudences peuvent être condamnées. La sanction des fausses déclarations de gouvernance d'entreprise relève donc de la compétence de l'AMF[2076]. Celle-ci avait clairement affirmé dans sa réponse au livre vert de la Commission européenne qu' « *il convient de ne pas exclure le fait que l'absence ou l'inexactitude d'une information qualifiée d'importante en matière de gouvernance puisse être considérée comme un manquement réglementaire à la bonne information donnée par la société* »[2077].

La mise en œuvre de la responsabilité administrative peut cependant être perturbée en raison de la règle *non bis in idem*.

B / La perturbante application de la règle *non bis in idem*

518. La coexistence des procédures répressives, pénales et administratives, en cas de diffusion de fausses informations soulève la question de la légitimité du cumul potentiel des sanctions[2078]. La règle *non bis in idem* prohibe en effet l'exercice de deux actions répressives à l'égard d'une même infraction[2079]. Cette règle constitue aujourd'hui un principe général du droit consacré par la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne[2080]. Cependant, le Conseil constitutionnel, saisi de la question, avait validé la dualité de poursuites devant le juge répressif et la Commission des sanctions en précisant que le montant global des sanctions ne doit pas dépasser « *le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues* »[2081].

[2075] H. DE VAUPLANE, O. SIMART, « Délits boursiers: proposition de réforme. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction », *Banque et Droit*, janvier 1997, n° 61, p. 85, spéc. n° 11.
[2076] J.-B. POULLE, *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, *op. cit*., p. 306.
[2077] AMF, « Réponse de l'AMF a la consultation de la commission européenne sur le livre vert portant sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », 22 juillet 2011, p. 11.
[2078] É. DEZEUZE, « Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures répressives administrative et pénale ? », *RD bancaire et fin*. 2013, n° 2, 18, p. 82.
[2079] F. STASIAK, « Autorités administratives indépendantes », *Rép. pén*, janvier 2013, n° 174. Sur l'histoire de cette règle, F. DRUMMOND, « Le fabuleux destin de la règle *non bis in idem* », *Bull. Joly Bourse* 2014, § 111z0, p. 605.
[2080] L'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne dispose que : « *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné dans l'Union par un jugement pénal définitif conformément à la lo*i », *JOUE* du 18 décembre 2000, n° C 364, p. 1 ; Article 4 du Protocole n° 7, additionnel à la Convention européenne des droits de l'homme.
[2081] Cons. const., 28 juillet 1989, n° 89-260 DC, *JORF* du 1er août 1989, p. 9679.

Le système de cumul des sanctions n'a pas manqué d'être critiqué[2082], notamment par le rapport Coulon de 2008 sur la dépénalisation de la vie des affaires qui a proposé de le supprimer en réformant l'articulation des procédures de l'AMF et des procédures pénales[2083]. La Cour de cassation, ainsi que l'AMF[2084], ont pourtant affirmé que la règle *non bis in idem* n'est pas violée par la possibilité de poursuites parallèles[2085], et que cette dernière permet de protéger le marché et d'assurer une sanction effective[2086].

519. Par un arrêt rendu le 4 mars 2014[2087], la Cour européenne des droits de l'homme a apporté de nouveaux éléments au débat. En l'espèce, le prévenu avait été poursuivi sur le plan pénal alors qu'il s'était déjà vu infliger des sanctions pécuniaires par l'Autorité de régulation italienne. La cour a jugé que le principe de non-cumul des peines avait été violé dans la mesure où un fait unique commis par la même personne servait de fondement à la double poursuite. Cette décision a incité la Cour de cassation à transmettre au Conseil constitutionnel une question prioritaire de constitutionnalité relative au cumul des sanctions pénales et

---

[2082] B. QUENTIN, J.-P. PONS-HENRY, « Délit d'initiés. La crise de la quarantaine », *JCP* G 2011, n° 1, 30, p. 67 ; F. PELTIER, « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché », *JCP* E 2011, n° 50, 1905, p. 41 ; Le Club des Juristes, « Des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives », mai 2012, disponible sur http://www.leclubdesjuristes.com/wpcontent/uploads/2014/03/Rapport_Autorites_administratives1.pdf.

[2083] Rapport au garde des Sceaux, ministre de la Justice de J.-M. COULON du janvier 2008 sur la dépénalisation de la vie des affaires, Paris : La documentation française, coll. Rapports officiels, 2008, proposition n° 13, p. 106.

[2084] O. DUFOUR, « La polémique enfle autour de l'avenir de l'AMF », *LPA* 23 avril 2008, n° 82, p. 3 ; C. ARSOUZE, « Réflexions sur les propositions du Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », *Bull. Joly Bourse* 2008, § 28, p. 246.

[2085] Cass. crim., 1er mars 2000, n° 99-86299, *D*. 2000. p. 229, obs. A. LIENHARD ; *RSC* 2000. p. 629, obs. J. RIFFAULT ; *RTD com*. 2000. p. 1028, obs. B. BOULOC. En l'espèce, la Chambre criminelle a considéré que le principe *non bis in idem* ne concerne que les infractions relevant de la compétence des tribunaux statuant en matière pénal, et non les manquements sanctionnés par une autorité administrative indépendante comme la COB ; il n'interdit donc pas l'exercice de poursuites devant le juge pénal parallèlement à une procédure de sanction menée par la Commission.

[2086] Cass. crim., 22 janvier 2014, n° 12-83579, *LPA* 27 mars 2014, n° 62, p. 13, note L. RUET ; *D*. 2014, p. 600, note N. RONTCHEVSKY ; *Rev. sociétés* 2014, p. 321, note B. BOULOC ; *RSC* 2014, p. 106, obs. F. STASIAK ; *RTD com*. 2014, p. 159, obs. N. RONTCHEVSKY ; *D*. 2014, p. 1736, obs. J. PRADEL ; A*J Pénal* 2014, p. 180, note J. LASSERRE CAPDEVILLE ; *RTD com*. 2014, p. 435, note B. BOULOC ; *JCP* G 2014, n° 12, 345, p. 533, note C. MAURO ; *RD bancaire et fin*. 2014, n° 2, p. 80, note P. PAILLER. En l'espèce, la Cour de cassation a considéré que « *l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne ne s'oppose pas à ce qu'une personne sanctionnée pour un manquement relevant de la compétence de l'AMF puisse, en raison des mêmes faits, être poursuivie et condamnée pour un délit dès lors que, d'une part, ce cumul garantit la sanction effective, proportionnée et dissuasive […] dont dépend la réalisation de l'objectif d'intérêt général reconnu par l'Union européenne, entrant dans les prévisions de l'article 52 de la Charte et tendant à assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et à renforcer la confiance des investisseurs, d'autre part, le montant global des amendes susceptibles d'être prononcées ne peut dépasser le plafond de la sanction encourue la plus élevée* ».

[2087] Cour EDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Rev. sociétés* 2014, p. 675, note H. MATSOPOULOU ; *RSC* 2014, p.110, obs. F. STASIAK ; *RSC* 2015, p. 169, obs. J.-P. MARGUÉNAUD ; *RTD eur*. 2015, p. 235, obs. L. D'AMBROSIO et D. VOZZA ; *RD bancaire et fin*. 2014, n° 4, p. 1, note T. BONNEAU ; *RJEP* 2014, n° 724, p. 31, note G. ECKERT.

administratives dans le cadre des abus de marchés[2088]. Le 18 mars 2015, le Conseil constitutionnel s'est prononcé sur la question en condamnant la double poursuite et le cumul des sanctions[2089]. Selon le Conseil, l'application de la règle *non bis in idem* implique que les textes soient substantiellement identiques, c'est-à-dire qu'ils visent à réprimer de mêmes faits qualifiés de manière identique ; qu'ils protègent les mêmes intérêts sociaux ; que les deux répressions aboutissent au prononcé de sanction de nature identique et que les sanctions relèvent toutes deux des juridictions de l'ordre judiciaire[2090]. En vertu de ces critères, la coexistence des articles L. 465-1 et L. 621-15 du Code monétaire et financier relatifs au délit et au manquement d'initié a été jugée contraires à la constitution.

Quelques mois plus tard, le tribunal correctionnel de Paris a fait application de cette jurisprudence et a étendu le principe *non bis in idem* aux délits et manquements de fausse information et de non-déclaration de franchissement de seuil[2091]. Dès lors, aucune action publique ne pourrait être exercée ou poursuivie devant la juridiction correctionnelle si la Commission des sanctions de l'AMF était saisie auparavant. Réciproquement, cette dernière devrait renoncer à poursuivre si une action publique était exercée devant le tribunal correctionnel au préalable[2092]. Cette situation constituerait un obstacle à la sanction des informations relatives à la gouvernance d'entreprise si la juridiction correctionnelle était saisie au préalable dans la mesure où le texte pénal ne permettrait pas de mettre en cause une fausse déclaration de conformité, celle-ci étant sans effet sur les cours[2093]. Toutefois, une telle application de la règle *non bis in idem* aux délits et manquements de communication de

---

[2088] Cass. crim., 17 décembre 2014, n° 14-90042, *Dr. pén.* 2015, comm. 23, obs. J-H. ROBERT ; *Dr. pén.* 2015, comm. 29, obs. V. PELLETIER ; *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112, p. 97, obs. B. DE SAINT MARS ; Cass. crim.. 28 janvier 2015, n° 14-90049, inédit.

[2089] Cons. const., 18 mars 2015, 2014-453/454 QPC et n° 2015-462 QPC, *JORF* du 20 mars 2015, n° 0067, p. 5183, *D.* 2015, p. 894, note A.-V. LE FUR et D. SCHMID ; *D.* 2015, p. 874, note O. DÉCIMA ; *AJDA* 2015, p. 1191, étude P. IDOUX, S. NICINSKI et E. GLASE ; *Rev. sociétés* 2015, p. 380, note H. MATSOPOULOU ; *Journ. sociétés* 2015, p. 3, obs. H. LÉCUYER ; *D.* 2015, p. 1506, obs. C. MASCALA ; *Gaz. Pal.* 27 juin 2015, n° 178, p. 12, note A. BONNET et N. RÉGIS ; *Gaz. Pal.* 16 mai 2015, n° 136, p. 16, note E. RASCHEL ; *Dr. Sociétés* 2015, n° 5, p. 42, note R. SALOMON ; *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112, p. 204, note T. BONNEAU ; *AJ Pénal* 2015, p. 172, note C. MAURO ; *Gaz. Pal.* 12 mai 2015, n° 132, p. 7, note J.-M. MOULIN.

[2090] S. SCHILLER, « Les perspectives d'application aux sanctions civiles », *JCP* E 2015, n° 36, 1399, p. 48, spéc. p. 49.

[2091] TGI Paris, 18 juin 2015, *LPA* 29 juin 2015, n° 128, p. 4, note O. DUFOUR ; *Gaz. Pal.* 20 juin 2015, n° 171, p. 3, note O. DUFOUR.

[2092] Cette solution, selon le considérant n° 35 de l'arrêt du 18 mars 2015 du Conseil constitutionnel précité, s'appliquera jusqu'au 1er septembre 2016, date à partir de laquelle, les dispositions jugées inconstitutionnelles seront abrogées. Le Conseil constitutionnel a en effet reporté la date d'abrogation pour éviter les conséquences excessives de l'abrogation immédiate. AMF, « L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché proposition de réforme », 19 mai 2015, p. 6 : « *les délais de jugement de grandes affaires médiatiques ont été largement supérieurs à 10 ans contre un délai moyen de traitement de 2 ans et demi devant la Commission des sanctions* ».

[2093] V. *supra*, n° 513.

fausses informations demeure sujette à caution. En effet, dans la mesure où les deux textes contiennent un élément matériel différent, lié à la potentialité ou non d'un impact sur le cours, la qualification juridique des comportements répréhensibles devrait elle-même être tenue pour différente ; en outre, la question de la nature des intérêts protégés pourrait se poser : selon certains auteurs, une différence essentielle existe entre un manquement administratif et un délit pénal en ce que le premier vise à assurer l'efficience du marché financier, alors que le second consiste en la répression d'une atteinte à une valeur fondamentale de l'ordre social[2094]. Par ailleurs, il est possible de se demander si, à la suite d'une diffusion d'informations mensongères, une même personne pourrait être poursuivie concomitamment devant le juge pénal en raison des informations objectives, par exemple de nature comptable, ayant influencé les cours, et devant la Commission des sanctions en raison de fausses déclarations de gouvernance. Une telle démarche conduirait à encourir la sanction pénale tout en s'exposant à une sanction administrative du chef des informations relatives à la gouvernance. En se référant aux critères posés par le Conseil constitutionnel, il semblerait qu'une telle dualité de procédure serait envisageable. En effet, en raison de la différence de la nature de l'information, les faits générateurs du délit et du manquement seraient eux-mêmes différents, sans compter que les informations litigieuses pourraient tout à fait être délivrées à des périodes éloignées l'une de l'autre.

520. Plusieurs solutions sont actuellement proposées pour réaménager le dispositif français de double répression des abus de marchés. La première solution consiste en la suppression de l'une des voies de sanction[2095]. Cependant, la dépénalisation des abus de marchés au profit de la seule voie administrative n'est pas envisageable, car elle s'oppose à la directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 qui a rendu obligatoire pour les États membres de l'Union de disposer de sanctions pénales pour les trois abus de marché[2096]. De même, la suppression des poursuites administratives pour les abus de marché commis par toute personne, à l'exception des professionnels régulés par l'AMF, a été écartée par cette dernière dans son rapport relatif à l'application du principe *non bis in idem*[2097]. Cette idée reviendrait

[2094] R. ABIDH, « Quel avenir pour le pouvoir de sanction du régulateur financier ? », *JCP* E 2015, n° 39, 1453, p. 30, spéc. p. 33 ; V. également, M.-A. FRISON-ROCHE, « Le couple ex ante-ex post, justification d'un droit propre et spécifique de la régulation », *Droit et économie de la régulation*, 4/2006, p. 33.
[2095] P. GOUTAY, « Ne bis in idem : quelle réforme ? », *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112r1, p. 327.
[2096] Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, *JOUE* du 12 juin 2014, n° L. 173, p. 179, art. 3, 4 et 5 ; Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003, *JOUE* 12 juin 2014, n° L. 173, p. 173, art. 30.
[2097] AMF, *op. cit.*, p. 16.

en effet à « *faire de la Commission des sanctions de l'AMF un simple organe disciplinaire* ». De surcroît, l'attribution au droit pénal de la compétence pour traiter de la grande majorité des cas comporterait un « *risque élevé, lié aux contraintes de la voie pénale, de voir reculer la répression dans les faits des infractions boursières* »[2098], dont la communication de fausses déclarations de gouvernance. Une deuxième solution visant à ériger la Commission des sanctions en un « tribunal des marchés financiers » a ainsi été proposée[2099]. Mais cette proposition a été également écartée par l'AMF au motif qu'elle conduirait à judiciariser la répression administrative, ce qui constituerait un recul de son pouvoir[2100]. Selon un auteur, les arguments invoqués par l'AMF ne sont pas décisifs, « *mais la prudence impose de conserver un système qui a prouvé son efficacité plutôt que de tout basculer dans le système judiciaire dont la poigne répressive a jusqu'à présent laissé à désirer et qui ne manquerait pas d'influencer ce nouveau tribunal* »[2101]. La troisième solution que l'AMF préconise de suivre consiste à interdire par la loi le cumul des poursuites et à réserver la voie pénale aux infractions les plus graves via des critères législatifs objectifs[2102]. La sanction pénale serait aussi réservée aux cas de récidive et aux faits d'initiés en bande organisée. Cette mesure devrait s'accompagner d'une obligation de concertation entre le Parquet national financier et l'AMF[2103]. Dans tous les cas, l'AMF se réserverait la compétence en matière de diffusion de fausse information, que cette dernière soit objective ou subjective. Si cette solution présente des difficultés pratiques concernant la distinction entre les délits et les manquements[2104], elle constitue une réponse claire à la question relative à la sanction des fausses déclarations de gouvernance d'entreprise.

[2098] *Ibid*.

[2099] A.-V. LE FUR, D. SCHMIDT, « Il faut un tribunal des marchés financiers », *art. préc*. p. 551 ; A.-V. LE FUR, « Faut-il faire de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers un tribunal des marchés financiers ? », *in Droit bancaire et financier* : *Mélanges AEDBF-France VI*, Paris : la Revue Banque, 2013, p. 335 ; D. KLING, N. HUET, « Juridiction ad hoc - Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ? », *JCP* G 2014, n° 16, 493, p. 819 ; J.-J. DAIGRE, « Faut-il scinder l'AMF ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, § 203, p. 413 ; A.-V. LE FUR, D. SCHMIDT, « Ne bis in idem : et les PSI ? », *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112j6, p. 193.

[2100] AMF, *op. cit*., p. 16. L'AMF considère qu'outre les difficultés soulevées par la procédure applicable, cette proposition « *qui supposerait une réforme majeure de nos institutions reviendrait à créer par la loi, dans le domaine boursier, une* ***juridiction d'exception*** *et à lui transférer totalement la sanction des infractions boursières. Un tel régime dérogatoire dans le domaine financier pourrait être mal compris. On peut aussi se demander si la création d'un tel tribunal ne se heurterait pas au principe constitutionnel de séparation des pouvoirs entre les autorités administratives et judiciaires (article 13 du titre II de la loi des 16 et 24 aout 1790) compte tenu de sa nature hybride* ».

[2101] P.-H. CONAC, « L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché », *Rev. sociétés* 2015, p. 471.

[2102] AMF, *op. cit*., p. 24.

[2103] *Ibid*.

[2104] A.-V. LE FUR, D. SCHMIDT, « Sanctions des abus de marché : « l'aiguillage », source de déraillements », *D*. 2015, p. 1450 ; P.-H. CONAC, « L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché », *art. préc*., p. 471.

521. En attendant la réponse définitive du législateur, la mise en œuvre de la responsabilité administrative, qui rappelons-le constituerait selon nous la seule voie juridique de sanction des déclarations de gouvernance fallacieuses, continuerait d'être perturbée par la règle *non bis in idem*.

CONCLUSION DU CHAPITRE 2

522. La sanction de l'obligation d'information issue du principe « se conformer ou expliquer » peut être fondée sur une éventuelle information erronée. Dès lors, la société qui se déclare, contrairement à la vérité, conforme aux dispositions d'un code de gouvernement d'entreprise serait théoriquement susceptible d'engager sa responsabilité civile, pénale ou administrative.

En pratique, l'absence d'impact des informations relatives à la gouvernance d'entreprise sur les cours des titres, ainsi que leur nature subjective et non pertinente constituent un obstacle à la mise en œuvre de la responsabilité pénale et à l'indemnisation des investisseurs. Même les informations sur les rémunérations des dirigeants qui ont un caractère objectif ne semblent pas figurer parmi celles pertinentes et déterminantes qu'un investisseur raisonnable pourrait intégrer dans sa décision d'investissement. Seule la sanction administrative prévue par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers semble s'appliquer de manière certaine aux fausses déclarations de conformité.

Toutefois, les récentes évolutions jurisprudentielles relatives au champ d'application du principe *non bis in idem* pourraient bien rendre muet le dispositif de sanction pris en charge par l'AMF[2105]. Cette situation serait véritablement perturbante car elle pourrait attenter au seul levier juridique qui, en l'état actuel des textes, est réellement susceptible de sanctionner les fausses déclarations de gouvernance, et donc en particulier l'information portant sur la conformité de la société aux recommandations relatives à la rémunération des dirigeants.

[2105] F.-M. LAPRADE, « Le tribunal des marchés financiers à la lumière du rapport Coulon (tentative de synthèse) », *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112e2, p. 141. L'auteur estime que même la création d'un tribunal des marchés financiers ne devrait pas conduire à la disparition des prérogatives contentieuses de l'AMF.

CONCLUSION DU TITRE 2

523. Le contrôle des règles souples relatives aux rémunérations des dirigeants s'opère à travers une obligation d'information présentant leur mise en œuvre, tout particulièrement au travers du mécanisme de *comply or explain*. Cependant, cet exercice de communication d'information relative à la gouvernance d'entreprise a montré ses limites. Une conformité élevée et généralisée tend en réalité vers un certain « *conformisme* »[2106], tandis que le principe même d'une sanction juridique du mécanisme n'est pas facile à discerner. Au mieux, les fausses déclarations de conformité pourraient être mises en cause par la Commission des sanctions de l'AMF qui toutefois ne s'est jamais, à ce jour et à notre connaissance, prononcée sur la question.

Il est plus vraisemblable alors que la véritable sanction soit la « *sanction souple* »[2107] du marché. En effet, le principe « se conformer ou expliquer » dépend essentiellement de la sanction du marché dans la mesure où l'atteinte à la réputation peut constituer une peine redoutable[2108]. Mais là encore, les études empiriques ne permettent pas de conclure à l'existence certaine d'une relation entre les déclarations de gouvernance et la réaction des investisseurs. Cette situation a incité certains auteurs à considérer que c'est « *l'irresponsabilité qui prévaut, faute d'un contrôle significatif par un tiers sur l'application des codes de gouvernance, ou sur la rémunération des dirigeants* » [2109].

Cette relativité et cette incertitude des réactions de marchés aux déclarations de gouvernement d'entreprise sont gênantes, car elles atrophient les fonctionnalités même de la transparence en matière de gouvernance et en particulier de rémunérations. Parmi les maigres voies d'amélioration d'un dispositif pour lequel beaucoup de choses semblent avoir déjà été faites, il faudrait probablement renforcer le contrôle préventif de la qualité de l'information fournie par les sociétés, et en particulier le contrôle de l'AMF et du Haut comité. Il ne s'agirait bien entendu pas d'organiser un contrôle des choix de gouvernance opérés par les

---

[2106] B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *art. préc.*, p. 143.
[2107] A. KEAY, « Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight ? », *The Journal of the Society of Legal Scholars*, juin 2014, vol. 34, issue 2, p. 279.
[2108] A. LEPAGE, « Les sanctions en droit pénal des affaires », *in* C. CHAINAIS, D. FENOUILLET (dir.), *Les sanctions en droit contemporain (La sanction, entre technique et politique)*, Paris : Dalloz, 2012, vol. 1, p. 95, spéc. p. 104.
[2109] I. CADET, « Gouvernance : nouveaux mythes, nouvelles réalités », *Vie & sciences économiques*, 2/2014, n° 198, p. 17.

sociétés, dans la mesure où le droit souple repose essentiellement sur une libre adhésion de ses destinataires. Il s'agirait bien davantage de renforcer l'utilité de l'information délivrée par les sociétés, en assurant le contrôle de la transparence des choix de l'entreprise ; comme le notent certains auteurs, l'enjeu n'en est pas de moindre importance : « *un droit souple qui ne porte pas une attention suffisante à sa mise en œuvre court le risque de n'être qu'un discours coupé des réalités, voire de se prêter à une instrumentalisation par des acteurs qui se prévalent de leur adhésion à l'instrument pour améliorer leur image* »[2110].

[2110] Conseil d'État, *Le droit souple*, *op. cit*., p. 111.

CONCLUSION DE LA PARTIE 2

524. Le droit souple de la rémunération des dirigeants est apparu afin d'éviter une régulation stricte des modalités de gestion des grandes entreprises, interventionnisme sans doute anachronique à une époque de mondialisation économique sous pavillon libéral[2111]. Cette régulation se base d'abord fondamentalement sur un pari, celui de l'autorégulation des comportements des dirigeants exécutifs et des administrateurs. Les principes de gouvernance d'entreprise, tels qu'ils figurent dans le code AFEP-MEEF en France, visent tant l'assainissement des pratiques d'attribution de la rémunération que l'assainissement de l'activité des mandataires sociaux, entendu notamment comme la limitation du cumul de leurs fonctions et la promotion de leur indépendance. Sont attendus de cette somme de recommandations « *des changements de posture, des aménagements de position* » [2112], dont il n'est cependant pas évident qu'ils se soient définitivement imposés aujourd'hui dans la pratique des affaires, si tant est du moins qu'on en juge par les polémiques toujours vives sur la rémunération des dirigeants.

525. Au-delà du comportement des dirigeants, le droit souple a ensuite plus récemment mis l'accent sur l'implication des actionnaires dans le processus d'attribution des rémunérations. Le désormais bien connu *say on pay*, dont la France met en œuvre une version assez singulière au regard des pratiques internationales, est censé améliorer le contrôle des détenteurs du capital sur les niveaux de rémunération accordées par le conseil. Pour l'heure, les limites du dispositif sont encore bien perceptibles : le niveau de contestation des actionnaires demeure marginal, tandis que la propension de cette procédure à entériner un changement vertueux dans les pratiques demeure sujette à caution. L'intermédiation grandissante des agences de conseil en droit de vote semble ajouter de la complexité à cette question de l'immixtion du pouvoir actionnarial dans la détermination de la rémunération des dirigeants, en particulier du fait, pour reprendre les termes de l'AMF[2113], de jugements « *inconscients* » et « *insuffisamment éclairés* ».

[2111] J.-P. COLSON, « Le gouvernement d'entreprise et les nouvelles régulations économiques », *LPA* 21 août 2001 n° 166, p. 4.
[2112] M.-L. BASILIEN-GAINCHE, « Gouvernance et efficacité des normes juridiques », *in* M. FATIN-ROUGE STÉFANINI, L. GAY, A. VIDAL-NAQUET (dir.), *L'efficacité de la norme juridique*, Bruxelles : Bruylant, 2012, p. 83, spéc. p. 98.
[2113] AMF, « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France », *op. cit.*, p. 27.

526. Apparaissant comme une alternative à la réglementation dure, le droit souple doit donc encore travailler à la démonstration de ses mérites[2114]. En attendant d'apprécier son impact exact sur la gestion des grandes sociétés, et en particulier sur les politiques de rémunération qui y ont cours, c'est le contrôle de l'application des recommandations de gouvernance qui a fait l'objet d'un net volontarisme juridique. Ce contrôle passe par l'information, par la transparence, non pas des montants et types de rémunérations qui eux relèvent du droit dur, mais des modalités et procédures qui ont concouru à leur détermination. Mécanisme désormais incontournable du droit souple, le *comply or explain* organise cette transparence de la gouvernance d'entreprise par le biais des déclarations de conformité. Résolument en phase avec le caractère facultatif des principes de gouvernance, et promouvant le rejet d'une approche « *one size fits all* » des modalités de gestion des grandes entreprises, ce mécanisme présente peut-être les inconvénients de ses mérites théoriques : les recommandations de gouvernance vis-à-vis desquelles il convient de se conformer ou de s'expliquer apparaissent de fait comme quasi-unanimement appliquées par les entreprises, lesquelles peinent encore à fournir des explications pédagogiques pour les cas, certes très rares, de non-conformité. Dans cette mesure, la qualité de l'information fournie en matière de gouvernance, et notamment de recommandations concernant de près ou de loin l'octroi des rémunérations aux dirigeants, pourrait prêter à débat. D'autant que le contrôle de l'information délivrée, opéré tant par l'AMF que par le commissaire aux comptes, ne porte que sur la qualité formelle de la communication, et non sur la pertinence du contenu de l'information. Seul le récent Haut comité, mis en place par l'AFEP et le MEDEF, pourrait à terme témoigner d'une certaine utilité en la matière. Bien entendu, l'information relative à la gouvernance, et spécifiquement aux recommandations ayant trait aux rémunérations, relève de l'information réglementée ; à ce titre, elle souffre le contrôle classique de l'AMF qui semble être le seul vecteur susceptible d'amener à la sanction d'une information qui s'avèrerait, *ex post*, fallacieuse. En effet, de fausses informations de gouvernance ne semblent pas avoir suffisamment d'impacts sur les cours de bourse pour pouvoir justifier une sanction pénale du chef de délivrance d'informations fausses ou trompeuses ; elles ne pourraient pas davantage fonder une action en responsabilité aux fins d'indemnisation d'un investisseur arguant avoir été trompé, tant elles semblent dénuer de pertinence aux fins d'arbitrages financiers.

[2114] K. GRÉVAIN-LEMERCIER, « Les défis actuels de la gouvernance des sociétés cotées », *Dr. Sociétés* 2013, n° 5, étude 10, p. 17.

CONCLUSION GÉNÉRALE

527. Bien qu'elle ait fait l'objet de nombreux textes législatifs et réglementaires, d'une jurisprudence nourrie, de multiples propositions de loi, de maintes recommandations et de plusieurs recherches juridiques et économiques, la question de la rémunération des dirigeants sociaux demeure débattue[2115].

Les scandales financiers très médiatisés et les contestations de l'opinion publique consécutives à l'attribution de sommes importantes aux dirigeants des grandes sociétés ont démontré que le sujet dépassait les frontières de l'entreprise et que la solution résidait, non pas dans le droit commun des sociétés, mais dans le volontarisme politique[2116]. Seule la loi constituerait alors le remède aux pratiques excessives en la matière. Ainsi, au sein d'une période relativement courte, le droit des sociétés a subi plusieurs réformes visant tantôt à améliorer les informations relatives aux rémunérations des dirigeants, tantôt à renforcer la procédure concourant à leur fixation. En complément, la loi a exceptionnellement procédé autoritairement au plafonnement des rémunérations des dirigeants d'entreprises, c'est-à-dire en l'occurrence dans des secteurs renfloués par les deniers publics dans un contexte de quasi faillite financière. Cette prolifération des lois a, contrairement à l'objectif prioritaire recherché en droit des affaires consistant à simplifier la substance des règles[2117], favorisé une inflation législative conduisant à une complication de ces dernières[2118], et participant ainsi à une situation fréquemment dénoncée par la doctrine[2119] : « *la législation est, à l'heure actuelle, l'instrument de l'État dans des domaines - le travail, la consommation, l'économie - qui n'avaient jadis d'autre loi que la liberté. Or, cette intervention régulatrice, protectrice, il n'est personne qui ne la tienne pour bénéfique, au moins en quelque partie* » [2120].

[2115] D. SCHMIDT, « La rémunération des dirigeants sociaux », *Bull. Joly Bourse* 2013, § 30, p. 65.
[2116] P. PORTIER, « La vertu érigée en norme : vingt ans de réglementation des rémunérations des dirigeants », *Bull. Joly Bourse* 2012, § 239, p. 597.
[2117] B. LECOURT, « Réflexions sur la simplification du droit des affaires », *RTD com.* 2015, p. 1.
[2118] N. NITSCH, « L'inflation législative et ses conséquences », *Arch. phil. droit* 1982, t. 27, p. 161, spéc. 170 : « *une pléthore de textes aboutit à une ignorance croissante de la législation ou réglementation en vigueur, et donc à son irrespect* ».
[2119] J.-C. ZARKA, « À propos de l'inflation législative », *D.* 2005, p. 660 ; J.-M. PONTIER, « Pourquoi tant de normes ? », *AJDA* 2007, p. 769 ; R. PIASTRA, « Trop de lois en France... », *D.* 2006, p. 1060.
[2120] J. CARBONNIER, *Essais sur les lois*, 2e éd., Paris : Defrénois, 1995, p. 311.

Si ces réformes ont renforcé la transparence, elles n'ont pourtant que très relativement contribué à réduire les montants des rémunérations décriées ; en outre et surtout, ces réformes ne permettaient pas à elles seules de mettre un terme, ou à tout le moins de tempérer, cette sociologie des conseils d'administration où l'influence décisive exercée par les gratifiés pérenniserait les excès. En effet, les dirigeants exécutifs bénéficiaires des plus hautes rémunérations conservent une emprise sur le conseil d'administration, situation maintes fois critiquée. Il fallait faire évoluer les comportements, bien davantage que le droit[2121]. Les regards se sont donc tournés vers une solution susceptible de préserver l'intérêt général, tout en respectant la liberté des sociétés à laquelle l'interventionnisme étatique pourrait porter atteinte[2122].

528. Dans ce contexte, le droit souple a été présenté comme un moyen important d'autorégulation s'appuyant essentiellement sur l'éthique, outil qui « *recommande plus qu' [il] ne commande* »[2123]. Ses règles prennent « *l'apparence de droit* »[2124] et, dit-on couramment, satisfont les impératifs de rapidité et de souplesse dans la réponse aux besoins de la pratique[2125] ; mais cette façon d'appréhender le droit souple au prisme des attentes des milieux d'affaires témoigne d'un changement de paradigme et il est à craindre que les recommandations du droit souple soient là non seulement pour faire évoluer les comportements, mais aussi et surtout pour ne pas trop contraindre. Ce point, loin d'être anodin, explique probablement le relatif échec jusqu'à présent de la réglementation souple, si tant est bien entendu que l'on s'accorde sur l'objectif de tout ceci : mettre fin aux excès dans la rémunération des dirigeants des grandes sociétés cotées. Il faut en effet bien admettre qu'après quelques années de mise en œuvre, les différents mécanismes du droit souple ne semblent pas avoir réussi à améliorer la situation : le niveau des rémunérations consenties aux dirigeants reste très élevé[2126] et l'opinion publique continue à s'émouvoir après chaque annonce de versement d'une prime ou d'un avantage important à un dirigeant social[2127].

[2121] V. MAGNIER, « Mouvements et inerties en matière de conflits d'intérêts dans le cadre du droit des sociétés », *JCP* G 2011, n° 52, 7, p. 34, spéc. p. 35.
[2122] J. CHEVALLIER, *L'État post-moderne*, *op. cit.*, p. 23 et s.
[2123] V. MARTINEAU-BOURGNINAUD, « Densification normative et éthique des affaires », *in* C. THIBIERGE (dir.), *La densification normative : découverte d'un processus*, Paris : Mare & Martin, 2013, p. 813.
[2124] R. CABRILLAC, « Le symbolisme des codes », *in Mélanges F. TERRÉ*, *L'avenir du droit*, Paris : PUF-Dalloz, éd. du Juris-Classeur, 1999, p. 211.
[2125] A. OUTIN-ADAM, E. SCHLUMBERGER, « Soft law et droit des sociétés », *art. préc.*, p. 287.
[2126] V. SEGOND, « Votre patron est-il trop payé ? », *art. préc.*, p. 6.
[2127] Le dernier scandale date du mois d'août 2015 et concerne l'indemnité de départ du directeur général d'Alcatel-Lucent : J.-C. FÉRAUD, « Michel Combes s'accroche à son parachute doré », *Libération*, 31 août 2015, disponible sur http://www.liberation.fr/economie/2015/08/31/michel-combes-s-accroche-a-son-parachute-dore_1372969.

529. Dès lors, certains considèrent que l'autorégulation a montré ses limites si bien que le temps serait venu de retourner au droit dur[2128], et tout particulièrement de renouer avec un principe de responsabilité individuelle : une condamnation prononcée à l'encontre d'un administrateur inciterait les autres à mesurer avec plus de sagesse et à justifier avec plus de motivation ce qu'ils accordent aux dirigeants[2129]. Mais un tel retour du droit dur renouerait avec un interventionnisme juridique que vingt années de gouvernance d'entreprise ambitionnaient précisément d'éviter.

À la vérité, nous ne parvenons pas à nous départir du sentiment que sur la question de la rémunération des dirigeants, notre droit positif tourne en rond. Et si le sujet ne relevait tout simplement pas du droit, spectateur hébété d'une pièce qui le dépasserait largement ; comme le note un auteur avec beaucoup de lucidité : « *imaginer que l'on pourra régler la question de l'acceptabilité sociale de rémunérations élevées par la loi ou par la régulation professionnelle est totalement utopique* »[2130]. En réalité, l'incapacité des différentes solutions à régler le problème montre que celui-ci se situe ailleurs ou qu'il est mal posé[2131]. Dès lors qu'il paraît assez clair que la volonté d'encadrer les rémunérations des dirigeants est issue davantage de critiques morales et de pressions sociales que d'une nécessité économique[2132], il conviendrait de s'interroger sur la cause réelle de la défiance de l'opinion publique[2133]. Celle-ci semble en effet résulter principalement d'un creusement des inégalités sociales et d'une paupérisation non négligeable d'une partie de la population dans les économies capitalistes occidentales depuis la fin des trente glorieuses[2134]. La question des rémunérations des dirigeants d'entreprise ramène en réalité à celle de la crise économique qui frappe l'occident industrialisé, et qui rend une frange importante de sa population incapable de croire aux

---

[2128] C. MALECKI, « Régulation financière : les codes d'entreprise feront-ils grise mine ? », *D.* 2009 p. 1095 ; A.-D. MERVILLE, « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *art. préc.*, p. 480.

[2129] D. SCHMIDT, « La rémunération des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p. 65. L'auteur propose de modifier les articles L. 225-47 et L. 225-53 du Code de commerce comme suit : « le conseil d'administration, sous la responsabilité individuelle de ses membres et le contrôle du juge, détermine la rémunération du président [du directeur général] et délibère sur toute autre forme de rétribution ou de gratification lui revenant ». Pour compléter le dispositif, il faudrait rendre obligatoire la désignation d'un mandataire *ad hoc* pour représenter la société dans l'instance en responsabilité et prévoir que le ministère public peut soit se joindre à l'action soit l'intenter lui-même.

[2130] J. SIMON, « Le concept de gouvernance. Le code de gouvernance AFEP-MEDEF », *Gaz. Pal.* 28 août 2014, n° 240, p. 20.

[2131] J. GATTY, « Le curieux problème de la rémunération des dirigeants d'entreprise », *Arch. phil. droit* 2013, t. 56, p. 123, spéc. 124.

[2132] P. FENOT, « Élément de sociologie de la rémunération des dirigeants : de la légitimité de la rémunération au besoin social d'encadrement », *art. préc.*, p. 14.

[2133] Y. ALGAN, P. CAHUC, A. ZYLBERBERG, *La fabrique de la défiance…et comment s'en sortir*, Paris : Albin Michel, 2012.

[2134] T. PIKETTY, *Le capital au XXIe siècle*, *op. cit.*,, p. 481 et s ; D. SIKORSKI, « The Rich-Poor Gap: A Synopsis », *Science Journal of Sociology and Anthropology*, mars 2015, vol. 2015, doi:10.7237/sjsa/203.

bienfaits d'une mondialisation qui n'est pas la leur, et dont ils ne tirent que faiblement, voire pas du tout, les bénéfices. À la réflexion, il n'est pas illégitime de se demander si le problème serait le même en période de croissance qu'en période de récession. La prétendue « *cupidité* »[2135] d'une certaine catégorie de dirigeants ou d'entreprises est un critère éminemment relatif et subjectif, et elle sera peut-être perçue de manière fortement différente par une opinion publique déshéritée et par des actionnaires bénéficiant d'un haut rendement de leur capital. Dans ce contexte, des « *tâtonnements législatifs* »[2136], voire de mauvaises lois[2137], dictés par l'immédiateté du temps médiatique[2138], ne sauraient apporter une réponse durable et saine pour une opinion indignée par des hautes rémunérations qu'elle jugera régulièrement excessives.

530. Cet angle d'analyse permet d'apprécier sous un jour assez nouveau la ferveur incontestable témoignée à l'égard du droit souple. Et si les recommandations de gouvernance auxquelles s'attache tout ce dispositif de conformité présenté dans notre étude avaient pour rôle essentiel de convaincre l'opinion publique, suspicieuse, de la conformité éthique des rémunérations des dirigeants, voire de leur conformité à l'intérêt de l'entreprise, de ses différentes parties prenantes, bref, du bien commun et de l'intérêt général ?[2139] Les règles souples seraient alors un outil d'apaisement de l'opinion, tout autant qu'un dispositif permettant d'éloigner le spectre de l'interventionnisme et du « *protectionnisme* »[2140] à même de décourager l'investissement. Confiance de l'opinion et confiance des investisseurs, voilà l'œuvre qu'il conviendrait de réaliser[2141] ; bien entendu, l'optimise n'est pas à bannir de la réflexion, et peut inciter à considérer que le droit souple pourrait à l'avenir enclencher une

---

[2135] L. MOSSER, « La cupidité en droit des sociétés », *Gaz. Pal*. 31 décembre 2013, n° 365, p. 16.

[2136] P. MALAURIE, « La révolution des sources », *Defrénois* 2006, n° 20, p. 1552 : « *Quant à la loi, trois traits manifestent qu'elle n'a plus la place de dignité éminente qu'elle avait naguère, qu'elle a perdu une partie de son pouvoir : l'inflation législative, le désordre normatif, le tâtonnement législatif* ».

[2137] En voulant bien faire, parfois le législateur fait mal ; il suffit pour s'en convaincre d'évoquer les mesures de plafonnement des rémunérations, plafonds qui peuvent parfois s'avérer eux-mêmes excessifs au regard des pratiques des secteurs concernés. Sur la question, v. S. BRAMERET, « L'encadrement de la rémunération des élus locaux dirigeants de sociétés commerciales », *Gaz. Pal.* 6 octobre 2012, n° 280, p. 19. L'auteur explique que le législateur a plafonné les rémunérations des dirigeants des sociétés publiques locales à 450 000 euros, alors que, dans la pratique, la rémunération de cette catégorie de dirigeants n'avoisine que très rarement de telles sommes, ce qui rend leur limitation inutile.

[2138] Y. BENHAMOU, « Réflexions sur l'inflation législative », *D*. 2010, p. 2303.

[2139] Ainsi, on peut lire dans les recommandations de l'Institut Montaigne la formule suivante : « *Il est impératif de démontrer à l'opinion publique que la question de la rémunération des dirigeants est traitée dans la transparence et dans l'intérêt de l'entreprise et de ses parties prenantes…* » : Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit*., p. 6. V. également, R. HUËT, *La fabrique de l'éthique. Les nouvelles promesses des entreprises*, Paris : CNRS éd, coll. « CNRS Alpha », 2012.

[2140] S. SCHILLER, « Les nouvelles relations entre États et sociétés », *in* E. LE DOLLEY (dir.), *Les concepts émergents en droit des affaires*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 183, spéc. p. 205.

[2141] Sur la place et le rôle de la confiance, G. CHARREAUX, « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises », *Sciences de Gestion*, 1998, n° spécial, p. 47.

dynamique comportementale vertueuse chez les dirigeants[2142]. Mais un seul constat semble aujourd'hui à même de réunir tous les observateurs : l'utilisation de l'entière palette du droit, dur et souple, n'est pas parvenue, jusqu'à présent, à assainir et apaiser un sujet demeurant tributaire du prochain scandale.

[2142] V. MAGNIER, Y. PACLOT, « La gouvernance d'entreprise en France, vingt ans après… », *in Mélanges M. GERMAIN*, Paris : L.G.D.J, LexisNexis, 2015, p. 491, spéc. p. 502 : «*…de même que les codes se font avec le temps, la gouvernance d'entreprise ne peut se construire que dans la durée…* ».

BIBLIOGRAPHIE

I) DICTIONNAIRES ET LEXIQUES

- **CORNU (G.)**, *Vocabulaire juridique*, 10e éd., Paris : PUF, 2014.
- **CNRTL**, *Dictionnaire du Centre National de Ressources Textuelles et Lexicales*, http://www.cnrtl.fr.
- **GAFFIOT (F.)**, *Dictionnaire Latin-Français*, Paris : Hachette, 1934.
- **GUINCHRD (S.)**, **DEBARD (T.)** (dir.), *Lexique des termes juridiques*, Dalloz, 23e éd., 2015-2016, p. 45.
- **REY-DEBOVE (J.)**, **REY (A.)**, *Le Petit Robert : dictionnaire alphabétique et analogique de la langue française*, Paris : Le Robert, 2013.
- **SALMON (J.)**, *Dictionnaire de droit international public*, Bruxelles : Bruylant, 2001.

II) TRAITÉS ET OUVRAGES GÉNÉRAUX

- **AUBERT (J.-L.)**, **SAVAUX (E.)**, *Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil*, 15e éd., Paris : Dalloz, 2014.
- **BÉNABENT (A.)**, *Droit des contrats spéciaux civils et commerciaux*, 10e éd., Paris : L.G.D.J, 2013.
- **BÉNABENT (A.)**, *Droit des obligations*, 14e éd., Paris : Montchrestien-Lextenso, 2014.
- **BONNEAU (T.)**, **DRUMMOND (F.)**, *Droit des marchés financiers*, 3e éd., Paris : Economica, 2010.
- **CARBONNIER (J.)**, *Droit civil*, vol. 2, Paris : PUF, 2004.
- **CHAPUT (Y.)**, *Droit des sociétés*, Paris : PUF, Thémis, coll. Droit fondamental, 1993.
- **COURET (A.)**, **LE NABASQUE (H.)**, **COQUELET (M.-L.)** et *ali*, *Droit financier*, 2e éd., Paris : Dalloz, 2012.
- **COZIAN (M.), VIANDIER (A.), DEBOISSY (F.),** *Droit des sociétés*, 27e éd., Paris : Litec, 2014.
- **DIDIER (P.)**, **DIDIER (PH.)**, *Les sociétés commerciales*, Paris : Economica, Tome 2, 2011.

- **FABRE-MAGNAN (M.)**, *Droit des obligations : Contrat et engagement unilatéral*, 3e éd., Paris : PUF, 2012.
- **GERMAIN (M.)**, **MAGNIER (V.)**, *Traité de droit des affaires : Les sociétés commerciales*, 21e éd., Paris : L.G.D.J, 2014.
- **GHESTIN (J.)**, *Traité de droit civil : Les conditions de la responsabilité*, 4e éd., Paris : L.G.D.J, 2013.
- **HÉMARD (J.)**, **TERRÉ (F.)**, **MABILAT (P.)**, *Sociétés commerciales*, Paris : Dalloz, 1972.
- **JACQUEMONT (A.)**, *Droit des entreprises en difficulté*, 8e éd., Paris : LexisNexis, 2013.
- **LE LAMY SOCIÉTÉS COMMERCIALES**, Paris : Lamy, 2015.
- **LARROUMET (C.)**, *Droit civil, Les obligations, Le contrat*, Tome III, 6e éd., Paris : Economica, 2007.
- **LE CANNU (P.)**, **DONDERO (B.)**, *Droit des sociétés*, 6e éd., Paris : L.G.D.J-Montchrestien, 2015.
- **LEPAGE (A.)**, **MAISTRE DU CHAMBON (P.)**, **SALOMON (R.)**, *Droit pénal des affaires*, 4e éd., Paris : Litec, 2015.
- **LYON-CAEN (G.)**, *Traité de droit de travail, les salaires*, 2e éd., Tome II, Paris : Dalloz, 1981.
- **MALAURIE (P.)**, **AYNÈS (L.)**, **GAUTIER (P.-Y.)**, *Les contrats spéciaux*, 7e éd., Paris : L.G.D.J, 2014.
- **MALINVAUD (P.)**, **FENOUILLET (D.), MEKKI (M.)**, *Droit des obligations*, 13e éd., Paris : LexisNexis, 2014.
- **MAZEAUD (A.)**, *Droit de travail*, 9e éd., Paris : L.G.D.J, 2014.
- **MERLE (P.),** *Droit commercial : sociétés commerciales*, 18e éd., Paris : Dalloz, 2015.
- **OHL (D.)**, *Droit des sociétés cotées*, 3e éd., Paris : Litec, 2008.
- **SERLOOTEN (P.)**, *Droit fiscal des affaires*, 14e éd., Paris : Dalloz, 2015/2016.
- **VINEY (G.)**, **GHESTIN (J.)**, *Traité de droit civil : Introduction à la responsabilité*, 3e éd., Paris : L.G.D.J, 2008.

III) OUVRAGES SPÉCIAUX, OUVRAGES COLLECTIFS, THÈSES ET MONOGRAPHIES

- **AIMAR (T.)**, *Golden Boss : Patrons ou rentiers ?*, Paris : Eyrolles, 2007.
- **ALGAN (Y.)**, **CAHUC (P.)**, **ZYLBERBERG (A.)**, *La fabrique de la défiance…et comment s'en sortir*, Paris : Albin Michel, 2012.
- **ANTONA (J.-P.)**, **COLIN (P.)**, **LENGLART (F.)**, *La responsabilité pénale des cadres et des dirigeants dans le monde des affaires*, Paris : Dalloz, 1996.
- **ARCHON (F.)**, **GRAHAM (M.)**, **WEIL (D.)**, *Full disclosure : The perils and promise of transparency*, Cambridge University Press, 2008.
- **ARSOUZE (C.)**, *Procédure boursières : sanctions et contentieux des sanctions*, Paris : Joly, 2008.
- **BALENSI (I.)**, *Les conventions entre les sociétés commerciales et leurs dirigeants*, Paris : Economica, 1975.
- **BASDEVANT (F.)**, **CHARVÉRIAT (A.)**, **MONOD (F.)**, *Le guide de l'administrateur de société anonyme*, 2e éd., Paris : Litec, 2004.
- **BATTEUR (A.)**, *Le mandat apparent en droit privé*, Thèse, Caen, 1988.
- **BEBCHUK (L.)**, **FRIED (J.)**, *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*, USA: Harvard university press, 2006.
- **BÉNABENT (A.)**, *La chance et le droit*, Paris : L.G.D.J, 1973.
- **BERLE (A.)**, **MEANS (G.)**, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick (N.J.): U.S.A.; London, U.K.: Transaction publishers, cop, 1991.
- **BISSARA (P.)**, **FOY (R.)**, **DE VAUPLANE (A.)**, *Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées : conseils et comités*, Paris : Joly, 2007.
- **BONAZZA (P.)**, *Les patrons sont-ils trop payés ?*, Madrid : Larousse, coll. À dire vrai, 2008.
- **BOUILLON (B.)**, *La faute de gestion du dirigeant social*, Thèse : Lille 2, 1982.
- **BOUTHINO- DUMAS (H.)**, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, Paris : L.G.D.J, 2007.
- **BULLE (J.-F.)**, *Le statut du dirigeant de société*, La Villeguerin Ed, Paris, 1989.
- **CABANEL (P.)**, **FEVRIER (J.-M.)**, *Questions de démocratie*, Toulouse : Presses Universitaires Mirail-Toulouse, 2000.
- **CALBIAC (J.)**, *Les avantages sociaux des dirigeants d'entreprise*, Paris : Presse Universitaire d'Aix-Marseille, 2012.

- **CAPITANT (H.)**, *De la cause des obligations*, Paris : éd. de la Mémoire du droit, 2011.
- **CARBONNIER (J.)**, *Flexible droit : pour une sociologie du droit sans rigueur*, Paris :L.G.D.J, 2014.
- **CARBONNIER (J.)**, *Essais sur les lois*, 2e éd., Paris : Defrénois, 1995, p. 311.
- **CARVAL (S.)**, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, Paris : L.G.D.J, 1995.
- **CASIMIR (J.-P.), GERMAIN (M.),** *Dirigeant des sociétés : juridique, fiscal, social*, Paris : coll. pratiques d'experts, 2007.
- **CAUSSAIN (J.-J.)**, *Le gouvernement d'entreprise : le pouvoir rendu aux actionnaires*, Paris : Chambre de commerce et d'industrie de Paris, 2005.
- **CHACORNAC (J.)**, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Paris : Dalloz, 2014.
- **CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU (A.-L.)**, *Les abus de majorité, de minorité et d'égalité : étude comparative des droits français et américain des sociétés*, Paris : Dalloz, 2010.
- **CHAPUT (Y.)** (dir.), *La responsabilité des dirigeants des sociétés commerciales*, Mémoire collectif, Paris I, 2004.
- **CHARAUDEAU (P.)**, *Les médias et l'information : L'impossible transparence du discours*, 2e éd., Bruxelles : ina éd., coll. Medias Recherches, 2011.
- **CHARREAUX (G.)**, *Le gouvernement des entreprises - Corporate Governance : théories et faits*, Paris : Economica, 1997.
- **CHAUMET (F.)**, *Les assurances de responsabilité de l'entreprise*, 5e éd., Paris : L'ARGUS, 2011.
- **CHEVALLIER (J.)**, *L'État post-moderne*, 3e éd., Paris : L.G.D.J, 2008.
- **CHIKH (S.)**, *L'effet du dirigeant sur la performance de l'entreprise*, Thèse, Lille 2, 2010.
- **CLERMONTEL (P.)**, *Le droit de la communication financière*, Paris : Joly-Lextenso, 2009.
- **CONTE (P.)**, **JEANDIDIER (W.)**, *Droit pénal des sociétés commerciales*, Paris : Litec, 2004.
- **COUPET (C.)**, *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, Paris : L.G.D.J, 2015.
- **COURCELLE-LABROUSSE (V.)**, **BEAUQUIER (A.)**, **CAUDILLIÈRE (FL.)**, **VERCKEN (A.)**, *La responsabilité pénale des dirigeants*, Paris : First, 1996.
- **CUSTOS (D.)** (dir.), *La transparence, un principe de gouvernance*, Bruxelles : Bruylant, 2014.
- **DE BÉCHILLON (D.)**, *Qu'est-ce qu'une règle de Droit*, Paris : Odil Jacob, 1997.
- **DE CORDT (Y.)**, **SCHAEKEN WILLEMAERS (G.)**, *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Bruxelles : Larcier, 2008.

- **DESPAX (M.)**, *L'entreprise et le droit*, Paris : L.G.D.J, 1956.
- **DETOEUF (A.)**, *Propos de O.-L. Barenton confiseur*, Paris : les Éd. d'Organisation, 1989.
- **DEUMIER (P.)**, *Le droit spontané*, Paris : Economica, 2002.
- **DISSAUX (N.)**, **JAMIN (C.)**, *Projet de réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations*, Paris : Dalloz, 2015.
- **DI GIACOMO (A.)**, *Rémunération des dirigeants et politique financière de l'entreprise*, Thèse, Lille II, 2014.
- **DOUVILLE (T.)**, *Les conflits d'intérêts en droit privé*, Paris : L.G.D.J-Lextenso, 2014.
- **DU PLESSIS (J.-J.)**, **HARGOVAN (A.)**, **BAGARIC (M.)**, **HARRIS (J.)**, *Principles of Contemporary Corporate Governance*, 3e éd., Melbourn : Cambridge university press, 2015.
- **DUHAMEL (J.-C.)**, *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, Thèse, Lille II, 2011.
- **ÉDITIONS FRANCIS LEFEBVRE**, *Dirigeants de sociétés commerciales*, Paris : Francis Lefebvre, 1997.
- **FARGO (F.), BOSC (G.),** *L'argent*, Paris : SEDES, 2011.
- **FRISON-ROCHE (M.-A.)**, *Les leçons d'Enron*, Paris : Autrement, 2003.
- **GALBARITH (J.-K.)**, *Le nouvel État industriel*, 3e éd., Saint-Amand : Gallimard, 1989.
- **GARAUD (E.)**, *La transparence en matière commerciale*, Thèse, Limoges, 1995.
- **GARECHE (B.)**, *La qualification de quelques avantages financiers accordés aux dirigeants de sociétés en droit français*, Thèse, Paris 13, 2009.
- **GENAIVRE (E.)**, *Éthique et gouvernance d'entreprise en France: le rôle des administrateurs indépendants dans les gouvernements des firmes du CAC 40*, Paris : EPU, 2003.
- **GERRY-VERNIÈRES (S.)**, *Les petites sources du droit : à propos des sources étatiques non contraignantes*, Paris : Economica, 2012.
- **GHESTIN (J.)**, *Cause de l'engagement et validité du contrat*, Paris : L.G.D.J 2006.
- **GIBIRILA (D.),** *Le dirigeant de société, statut juridique, social et fiscal*, Paris : Litec, 1995.
- **GIGNOUX (T.)**, *La rémunération du dirigeant de société*, Thèse, Lyon 3, 2004.
- **GOLDIE-GENICON (C.)**, *Contribution à l'étude des rapports entre le droit commun et le droit spécial des contrats*, Paris : LGDJ, 2009.
- **GRÉVAIN-LEMERCIER (K.)**, *Le devoir de loyauté des dirigeants sociaux en droit des sociétés*, Aix en Provence : PUAM, 2013.

- **GROULIER (C.)** (dir.), *L'État moralisateur : regard interdisciplinaire sur les liens contemporains entre la morale et l'action publique*, Paris : mare & martin, coll. Droit et Science politique, 2014.
- **HADJ-CHAIB CANDEILLE (N.)**, *Risque et assurance de responsabilité civile*, 6e éd., Paris : L'ARGUS, 2012.
- **HADJI-ARTINIAN (S.)**, *La faute de gestion en droit des sociétés*, Paris : Litec, 2001.
- **HASCHKE-DOURNAUX (M.)**, *Réflexion critique sur la répression pénale en droit des sociétés*, Paris : L.G.D.J, 2005.
- **HEURTEUX (C.)**, *L'information des actionnaires et des épargnants : étude comparative*, Paris : Sirey, 1961.
- **HUËT (R.)**, *La fabrique de l'éthique. Les nouvelles promesses des entreprises*, Paris : CNRS éd, coll. « CNRS Alpha », 2012.
- **IZORCHE (M.-L.)**, *L'avènement de l'engagement unilatéral en droit privé contemporain*, Aix-En-Provence : Presse universitaires d'Aix-Marseille, 1995.
- **JAMET (V.)**, *De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation financière*, Thèse, Nice, 2007.
- **JOSSERAND (L.)**, *De l'esprit des droits et de leur relativité : théorie dite de l'abus des droits*, Paris : Dalloz, 2006.
- **KAHIL (O.)**, *L'égalité entre les créanciers dans le cadre de la saisie attribution*, Thèse, Lille 2, 2011.
- **LASSERRE CAPDEVILLE (J.)**, *Abus de biens sociaux et banqueroute : pratique des affaires*, Paris : Joly, 2010.
- **LE GALLOU (C.)**, La notion d'indemnité en droit privée, Paris : L.G.D.J, 2007.
- **LE TOURNEAU (P.)**, *L'Éthique des affaires et du management au XXIe siècle : essai*, Paris : Dalloz, 2000.
- **LEBÈGUE (D.)**, *Administrateur*, mars 2014.
- **LEMIEUX (V.)**, **OUIMET (M.)**, *L'analyse structurale des réseaux sociaux*, Bruxelles : de boeck, 2004.
- **LEVENEUR (L.)**, *Situation de fait et droit privé*, Paris : L.G.D.J, 1990.
- **MACQUERON (J.-M.)**, *La notion de dirigeant de fait vue par la jurisprudence française de ses origines à 1981*, Thèse, Rouen, 1982.
- **MALECKI (C.)**, *Responsabilité sociale des entreprises : Perspectives de la gouvernance durable*, Issy-les-Moulineaux : LGDJ -Lextenso, 2014.

- **MARTIN (D.)**, **DEZEUZE (E.)**, **BOUAZIZ (F.)**, *Les abus de marché : Manquements administratifs et infractions pénales*, Paris : LexisNexis, 2013.
- **MAURY (J.)**, *Essai sur le rôle de la notion d'équivalence en droit civil français*, Thèse, Toulouse, 1927.
- **MÉADEL (J.)**, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Paris : L.G.D.J, 2007.
- **MÉDINA (A.)**, *Abus de biens sociaux : Prévention - Détection - Poursuite*, Paris : Dalloz, 2001.
- **MESSAI-BAHRI (S.),** *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, Paris : IRJS éd., 2009.
- **MOUSSERON (P.)**, *Les conventions sociétaires*, 2e éd., Issy-les-Moulineaux : L.G.D.J, 2014.
- **MORIS (K.)**, *Médias et gouvernance d'entreprise : l'influence de la presse sur les dirigeants et la création de valeur*, Paris : Fnege-Vuibert, 2013.
- **MOSSUZ-LAVAU (J.)**, *L'argent et nous*, Paris : La Martinière, 2007.
- **MOUBSIT (H.)**, *La représentation en droit des sociétés*, Paris : L'Harmattan, 2013.
- **MOULIN (J.-M.)**, *Le principe d'égalité dans la société anonyme*, Thèse, Paris V, 1999,
- **MOUTHIEU (M.-A.)**, L'intérêt social en droit des sociétés, Paris : L'Harmattan, 2009.
- **NOTTÉ (G.)**, Les dirigeants de fait des personnes morales de droit privé, Thèse, Paris I, 1978.
- **NZE NDONG DIT MBELE (J.-R.)**, Le dirigeant de fait en droit privé français, Thèse, Nancy 2, 2008.
- **OXELHEIM (L.)**, **WIHLBORG (C.)**, *Markets and Compensation for Executives in Europe*, Bingley : Lars Oxelheim, 2008.
- **PAILLUSSEAU (J.)**, *La société anonyme, technique juridique d'organisation de l'entreprise*, Paris : Sirey éd., 1967.
- **PARRAT (F.)**, *Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer*, Paris : Maxima, 1999.
- **PASQUALINI (F.)**, *Le principe de l'image fidèle en droit comptable*, Paris : Litec, 1992.
- **PASTRÉ (O.)**, *Le capitalisme déboussolé : après Enron et Vivendi : soixante réformes pour un nouveau gouvernement d'entreprise*, Paris : La Découverte, 2003.
- **PERCEROU (A.)**, *Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions, Allemagne, Angleterre, Italie : étudiés spécialement en vue d'une réforme éventuelle du droit français*, Paris : Rousseau, 1932.
- **PEYRELEVADE (J.)**, *Le gouvernement d'entreprise, ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Paris : Economica, 1999.
- **PICARD (R.)**, *La défense des actionnaires*, Paris : ANSA, 1931, p. 5.

- **PICHET (É.)**, *Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées*, Paris : Les Éditions du Siècle, 2009.
- **PICOD (Y.)**, Le devoir de loyauté dans l'exécution du contrat, Paris : L.G.D.J, 1989.
- **PIKETTY (T.)**, *Le capital au XXIe siècle*, Paris : Seuil, 2013.
- **PLIHON (D.)**, **PONSSARD (J.-P.)**, *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ?*, Paris : La Documentation française, 2002.
- **PLOIX (H.)**, *Le dirigeant et le gouvernement de l'entreprise*, Paris : Village Mondial, 2003.
- **POULAIN-REHM (T.)**, *Les stock-options en France : théorie et politiques*, Paris : L'Harmattan, 2003.
- **POULET (L.)**, *Transaction et protection des parties*, Paris : L.G.D.J, 2005.
- **POULLE (J.-B.)**, *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, Paris : L'Harmattan, 2011.
- **REYGROBELLET (A.)**, *Les vertus de la transparence : l'information légale dans les affaires*, Presse de Science-Po, CREDA, 2001.
- **RIPERT (G.)**, *La règle morale dans les obligations civiles*, Paris : L.G.D.J, 1949.
- **SCHILLER (S.)**, *Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés : Les connexions radicales*, Paris : L.G.D.J, 2002, n° 249, p. 125.
- **SCHMIDT (D.)**, Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, Paris : Joly, 2004.
- **SCHRYVE (L.)**, *L'ordre public et le droit des sociétés*, Thèse, Lille 2, 2009.
- **SERLOOTEN (P.)**, *Le statut fiscal des dirigeants des sociétés*, Paris : Litec, 2002.
- **SIMON (F.-L.)**, *Le juge et les autorités du marché boursier*, Paris : L.G.D.J, 2004.
- **SPITZ (N.)**, *La réparation des préjudices boursiers*, Paris : Revue Banque, 2010.
- **STIGLITZ (J.-E.)**, *Le triomphe de la cupidité*, New York : Babel, 2010.
- **TCHOTOURIAN (I.)**, Vers une définition de l'affectio societatis lors de la constitution d'une société, Paris : L.G.D.J, 2011.
- **TEFFO (F.)**, *L'influence des objectifs gouvernementaux sur l'évolution du droit des sociétés*, Paris : Dalloz, 2014.
- **TELLER (M.)**, *L'information communiquée par les sociétés cotées : analyse juridique d'une mutation*, Thèse, Nice, 2007.
- **TURC (A.)**, *Le statut social des dirigeants de sociétés*, Thèse, Lyon 3, 2014.
- **VIANDIER (A.)**, **CHARVÉRIAT (A.)**, *Société et loi NRE : Mode d'emploi après 1an d'application*, 2e éd., Levallois : Francis Lefebvre, 2002.
- **VIANDIER (A.)**, *La notion d'associé*, Paris : L.G.D.J, 1978.

- **VINEY (G.)**, **JOURDAIN (P.)**, **CARVAL (S.)**, *Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité*, 4e éd, Paris : LGDJ-Lextenso, 2013.
- **ZREIK (S.)**, *Conventions réglementées et intérêt social en droit comparé*, Paris : L.G.D.J, 2012.

IV) JURISCLASSEURS ET RÉPERTOIRES

- **AUBERT (J.-L.),** « Engagement unilatéral de volonté », *Rép. civ*. juin 2012.
- **AMIEL-COSME (L.)**, « Rémunération des dirigeants sociaux », *Rép. sociétés*, janvier 2014.
- **BOYER (L.)**, « Contrats et conventions », *Rép. civ*. avril 2015.
- **DECOOPMAN (N.)**, « Autorité des marchés financiers, Attributions, Moyens d'action, Contrôle juridictionnel », *J-Cl. Sociétés*, 14 novembre 2011, Fasc. 1512.
- **DUCOULOUX-FAVARD (C.)**, « Infractions boursières – Délits et manquements boursiers », *J-Cl. Banque - Crédit – Bourse*, 3 avril 2013, Fasc. 1600.
- **FOY (R.)**, « Stock-options », *Rép. civ*. janvier 2014.
- **GERMAIN (M.)**, « Réformes récentes du droit des sociétés (1966 à 2011). Contenu, application et incidences du droit communautaire », *J-Cl. Commercial*, 1er octobre 2011, Fasc. 997.
- **GUYON (Y.)**, « Assemblée d'actionnaires », *Rép. sociétés*, avril 2015.
- **HAUSER (J.), LEMOULAND (J.-J.)**, « Ordre public et bonnes mœurs », *Rép. civ*. mars 2004.
- **MALECKI (C.)**, « Conventions réglementées », *Rép. sociétés*, janvier 2014, n° 50 et s.
- **MANSUY (F.)**, « Assemblées d'actionnaires, Règles communes à toutes les assemblées, Préparation de l'assemblée, Information des actionnaires », *J-Cl. Sociétés*, 26 mars 2012, Fasc. 136-30.
- **MAZEAUD (D.)**, « Lésion », *Rép. civ*. mars 2012.
- **MOULIN (J.-M.)**, « Sociétés anonymes – Gouvernance des sociétés », *J-Cl. Commercial*, 28 avril 2010, Fasc. 1350.
- **REBUT (D.)**, « Abus de biens sociaux », *Rép. pén*, janvier 2014.
- **TERNEYRE (P.)**, « Responsabilité contractuelle », *Rép. civ*. avril 2012.

V) ARTICLES, ÉTUDES ET CHRONIQUES

- **ABIDH (R.)**, « Quel avenir pour le pouvoir de sanction du régulateur financier ? », *JCP* E 2015, n° 39, 1453, p. 30.
- **ABRAS (J.)**, « L'exigence d'une faute séparable des fonctions entendue restrictivement : présent offert aux dirigeants ou nécessité ? », *JCP* E 2008, n° 27, p. 1912.
- **ADOM (K.)**, « La révocation des dirigeants de sociétés commerciales », *Rev. sociétés* 1998, n° 1, p. 488.
- **AIDT (T.-S.)**, **ALBORNOZ (F.)**, **GASSEBNER (M.)**, « The Golden Hello and Political Transitions », *KOF Working Paper n° 316*, october 2012, disponible sur http://ssrn.com/abstract=2156885.
- **ALBARIAN (A.)**, « La révocation des mandataires sociaux pour perte de confiance », *RTD com.* 2012, p. 1.
- **ALBIOL (J.-M.)**, « Pour un nouveau statut des dirigeants de sociétés », *Rev. Lamy. dr. aff.* 2009, n° 34, p. 57.
- **ALCOUFFE (C.)**, « Fondement et pratique de la rémunération des dirigeants en France », *Problèmes économiques*, n° 2.936, 5 décembre 2007, p. 5.
- **ALEXANDRE (H.)**, **PAQUEROT (M.)**, « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, juin 2000, p. 5.
- **ALISSA (W.)**, « Boards' response to shareholders' dissatisfaction: The case of shareholders' Say on Pay in the UK », 1er mai 2009, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1412880.
- **ALLEGAERT (V.)**, « Les clauses de parachutes dorés sous les feux de la rampe : du projet de loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat », *LPA* 1er août 2007, n° 153, p. 6.
- **AMÉDÉE-MANESME (G.)**, « Légitimité et professionnalisme de l'administrateur », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 48.
- **ANCEL (P.)**, « Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat », *RTD civ*. 1999, p. 771.
- **ANCEL (P.)**, « Les sanctions du manquement à la bonne foi dans l'exécution du contrat » *in Mélanges D. TRICOT*, Paris : Dalloz-LexisNexis, 2011, p. 61.
- **ANDJECHAIRI (S.)**, **SERRA (Y.)**, « Abus de majorité de rémunération du dirigeant », *RJDA* 6/2012, n° 6, p. 511.

- **ANSAULT (J.-J.)**, « Le contrôle de l'intérêt à agir en nullité des délibérations sociales », *Rev. sociétés* 2012, p. 7.
- **ARCHON (F.)**, **GRAHAM (M.)**, **WEIL (D.)**, « Full disclosure: The perils and promise of transparency », *Politics & Policy*, août 2008, vol. 36, issue 4, p. 727.
- **ARCOT (S.-R.)**, **BRUNO (V.-G.)**,
    - « In letter but not in spirit: an analysis of corporate governance in the UK », 2006, disponible sur http://ssrn.com/abstract=819784.
    - « One size does not fit all, after all: evidence from corporate governance », *Journal of empirical legal studies*, décembre 2007, vol. 4, issue. 4, p. 1041.
- **ARRIGHI (J.-P.)**, « Les nouveaux cas de nullités de la période suspecte », *Gaz. Pal*. 10 septembre 2005, n° 253, p. 9.
- **ARSOUZE (C.)**, « Réflexions sur les propositions du Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », *Bull. Joly Bourse* 2008, § 28, p. 246.
- **ARSOUZE (C.)**, **LEDOUX (P.)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 101, p. 399.
- **ASSANT (O.)**, **RUTSCHMANN (Y.)**, **KLING (D.)**, **JULIEN (S.-A.)**, **VATINET (R.)**, « Sur le régime juridique des options de souscription ou d'achats d'actions », *Actes prat .ing. sociétaire*, mai-juin 2003, p. 3.
- **ASTAIX (A.)**, « La rémunération des dirigeants des entreprises aidées sous surveillance », *D.* 2009, p. 935.
- **AUBERT (J.-L.)**, « La révocation des organes d'administration des sociétés commerciales », *RTD com.* 1968, p. 977.
- **AUGUET (Y.)**, « Au nom de la cause, vive la généralisation du critère de proportionnalité », *Dr et patrimoine*, mars 2001, n° 91, p. 33.
- **AUZERO (G.)**,
    - « L'application de la notion de faute personnelle détachable des fonctions en droit privé », *D. aff.* 1998, p. 502.
    - « Loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat : aspects de droit des sociétés et de droit du travail », *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 288, p. 1035.
- **AYNÈS (L.)**, « La cause, inutile et dangereuse », *Dr. et patrimoine*, octobre 2014.
- **AZAVANT (M.)**, « La sanction civile en droit des sociétés ou l'apport du droit commun au droit spécial », *Rev. sociétés* 2003, p. 442.
- **BACACHE (M.)**, « La réparation de la perte de chance : quelles limites ? », *D*. 2013, p. 619.

- **BAILLEUX (A.)**, « Le *soft law* et les deux droits », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : théorie des sources du droit*, vol. 4, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 503.
- **BAILLY-MASSON (C.)**, « L'intérêt social, une notion fondamentale », *LPA* 9 novembre 2000, n° 224, p. 6.
- **BAJ (C.)**, « Le principe de loyauté et le prix de marché », *in Mélanges D. SCHMIDT*, Paris : Joly éd., 2005, p. 1.
- **BALHADÈRE (A.)**, « La loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat : les parachutes dorés », *LPA* 26 septembre 2007, n° 193, p. 37.
- **BARANGER (G.)**,
    - « Le rapport spécial du président du conseil d'administration sur le fonctionnement du conseil et les procédures de contrôle interne », *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 27, p. 169. « Aperçu rapide du droit des sociétés dans les lois de l'été », *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 241, p. 107.
- **BARBER (B.-M.)**, **GRIFFIN (P.-A.)**, « The fraud-on-the-market theory and the indicators of common stocks' efficiency », *Journal of Corporation Law*, 1994, vol. 19, issue 2, p. 285.
- **BARBIÈRI (J.-F.)**,
    - « Loi NRE, conventions réglementées et conventions libres : les nouvelles contraintes pour le commissaire aux comptes », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 55, p. 251.
    - « Les « comités spécialisés » : quelques interrogations pratiques », *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 2, p. 116.
- **BARON (C.)**, « La gouvernance : débats autour d'un concept polysémique », *Droit et Société* 2003, n° 54, p. 329.
- **BARRIÈRE (F.)**, « La rémunération des dirigeants sociaux : un encadrement évolutif », *Dr. Sociétés* 2013, n° 10, étude 18, p. 9.
- **BARRIS (L.-J.),** « The over compensation problem: a collective approach to controlling executive pay », *Indiana Law Journal*, janvier 1992, vol. 68, issue 1, p. 59.
- **BARTHÉLÉMY (J.)**, « Retraite chapeau article 39 et droit social », *JCP* E, 1994, 405, p. 538.
- **BASDEVANT (F.)**, « Révocation de dirigeants et respect du contradictoire : point sur la jurisprudence récente », *RTDF* 2011, n° 4, p. 215.
- **BASDEVANT (F.)**, **MARTIN LAPRADE (F.)**, « L'attribution gratuite d'actions », *Actes. prat. ing. sociétaire*, janvier-février 2011, p. 3.

- **BASILIEN-GAINCHE (M.-L.)**, « Gouvernance et efficacité des normes juridiques », *in* M. FATIN-ROUGE STÉFANINI, L. GAY, A. VIDAL-NAQUET (dir.), *L'efficacité de la norme juridique*, Bruxelles : Bruylant, 2012, p. 83.
- **BEBCHUK (L.)**, **FERRELL (A.)**, « Rethinking Basic », *The Business Lawyer*, mai 2014, vol. 69, n° 3, p. 671.
- **BECHT (M.)**, « Comply or just explain? », *in* Financial Reporting Council, « Comply or Explain: 20th anniversary of the UK corporate governance code », Publication de FRC 2012, p. 11.
- **BELCREDI (M.)**, **BOZZI (S.)**, **CIAVARELLA (A.)**, **NOVEMBRE (V.)**, « Say-on-pay in a context of concentrated ownership: Evidence from Italy », *CONSOB*, février 2014, p. 5.
- **BELINFANTI (T.-C.)**, « The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control », *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2009, p. 384.
- **BÉLOT (F.)**, « Le préjudice économique de l'associé victime de la dépréciation de ses titres », *LPA* 26 avril 2006, n° 83, p. 6.
- **BELOT (F.)**, **GINGLINGER (E.)**, « Rendre compte de la rémunération des dirigeants. Qu'attendre du say on pay ? », *RFG* 2013/8, n° 237, p. 57.
- **BÉNABENT (A.)**, « Rapport français », *in La bonne foi*, Travaux de l'association Henri Capitant, Journées nationales, Paris : Litec, 1994, p. 292.
- **BENHAMOU (Y.)**, « Réflexions sur l'inflation législative », *D*. 2010, p. 2303.
- **BENNANI (Z.)**, **HECKER (J.-X.)**, « Rémunération des dirigeants mandataires sociaux : une comparaison des pratiques et des réglementations », *Mirova Études*, février 2014, p. 15.
- **BERLINGIN (M.)**, **DE PIERPONT (G.)**, **STROOBANT (P.)**, « Les règles de « bonne gouvernance » dans le droit des sociétés et le droit économique », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT et *ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : normativités concurrentes*, vol. 3, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 211.
- **BERNARD (A.)**, « Le marché autorégulé, « une idée folle » ? », *D*. 2009, p. 2289.
- **BERR (C.-J.)**, « La place de la notion de contrôle en droit des sociétés », *in Mélanges D. BASTIAN*, Paris : Librairies techniques, 1974, p. 1.
- **BERTREL (J.-P.)**,
    - « Liberté contractuelle et sociétés : Essai d'une théorie du juste milieu en droit des sociétés », *RTD com.* 1996, p. 595.
    - « Le nouveau régime des stock-options », *Dr et patrimoine*, janvier 1997, p. 30.

- **BETHEL (J.-E.)**, **GILLAN (S.-L.)**, « The impact of the institutional and regulatory environment on shareholder voting », *Financial Management*, 2002, vol. 31, n° 4, p. 29.
- **BICHERON (N.)**, « L'assurabilité des sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF », *Lamy Assurances* 2010, n° 169, p. 1.
- **BIENVENU (S.)**, « Loi relative aux nouvelles régulations économiques et problématique du cumul des mandats sociaux (présentation du rapport Courtière adopté le 2 mai 2002 par la Chambre de commerce et d'industrie de Paris) », *JCP* E, 2002, n° 25-20, 139, p. 1017.
- **BIGOT (J.)**, **PÉLISSIER (A.)**, **MAYAUX (L.)**, « Faute intentionnelle, faute dolosive, faute volontaire : le passé, le présent et l'avenir », *RGDA* 2015, n° 2, p. 75.
- **BIONDI (Y.)**, « An economic analysis of 'comply or explain principle' under a review panel regime», 2015, doi10.1515/ael-2014-0025.
- **BISSARA (P.)**, « Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement de l'entreprise », *Rev. sociétés* 1998, p. 5.
- **BLACK (J.)**, **HOPPER (M.)**, **BAND (C.)**, « Making a success of Principles-based regulation », *Law and Financial Markets Review*, mai 2007, p. 191.
- **BLARY- CLÉMENT (É.)**,
  - « Dix ans de transparence en droit des sociétés : retour sur une évolution prévisible de l'information sociétaire », *in* É. BLARY- CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL (dir.), *2001-2010 Dix ans de transparence en droit des sociétés*, Arras : Artois Presse Université, 2011, p. 11.
  - « L'information sociétaire, substrat d'un débat interdisciplinaire » *in* É. BLARY-CLÉMENT (dir), *Transparence et gouvernance : une relecture*, Actes du colloque organisé à l'université de Lille II le 10 décembre 2010, Lille : HELINIA éd., 2011, coll. Colloque et Opinion, p. 7.
- **BLARY-CLÉMENT (É.)**, **DUHAMEL (J.-C.)**, « Le transfert d'Euronext vers Alternext, la transparence au cœur du débat », *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 46, p. 348.
- **BOCCARA (V.)**, « Pour la signature d'un véritable contrat de dirigeant. Entretien avec Chantal Giraud-van Gaver », *LPA* 16 décembre 2009, n° 250, p. 4.
- **BOFFA (R.)**, « Juste cause (et injuste clause) : Brèves remarques sur le projet de réforme du droit des contrats », *D.* 2015, p. 335.
- **BOISSEL DOMBREVAL (H.)**, « Le droit d'information des actionnaires des sociétés non cotées après les réformes récentes », *Gaz. Pal.* 27 mai 2004, n° 148, p. 34.
- **BOIZARD (M.)**, « Les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers le marché », *Rev. sociétés* 2003, p. 795.

- **BOLARD (G.)**, « Administrateur provisoire et mandat ad hoc : du fait au droit », *JCP* G 1995, I, n° 46, 3882, p. 439.
- **BOMPOINT (D.)**, « Les assemblées générales d'actionnaires servent-elles encore à quelque chose ? », *RTDF* 2011, n° 3, p. 32.
- **BONCORI (A.-L.)**, **CADET (I.)**, « Le comply or explain, un avatar de l'accountability », *RFG* 2013/8, n° 237, p. 35.
- **BONNEAU (T.)**, « Établissement des listes d'initiés : les débiteurs de l'obligation », *RTDF* 2006, n° 2, p. 33.
- **BORDIER (G.)**, « Rémunérations des dirigeants », *LPA* 17 novembre 2005, n° 229, p. 55.
- **BOUGRINE (A.)**, **TORRIBIO (N.)**, « Les sanctions de la Corporate Governance », *Journ. sociétés*, mars 2009, n° 63, p. 48.
- **BOULOC (B.)**, « La faute de gestion du dirigeant social », *in Mélanges P. SPITERI*, Toulouse : Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse, 2008, T.1, p. 315.
- **BOULOC (B.)**,
    - « La place de l'administrateur indépendant dans une société cotée », *in* V. MAGNIER (dir.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 103.
    - « Quand y a-t-il rémunération excessive des dirigeants de sociétés », *Gaz. Pal.* 4 février 2010, n° 35, p. 11.
- **BOURDOISEAU (J.)**, **ROULET (V.)**, « La loi de financement de la sécurité sociale pour 2015 : aspects concernant les entreprises », *Gaz. Pal*. 21 avril 2015, n° 111, p. 17.
- **BRAMERET (S.)**, « L'encadrement de la rémunération des élus locaux dirigeants de sociétés commerciales », *Gaz. Pal.* 6 octobre 2012, n° 280, p. 19.
- **BRANELLEC (G.)**, **LEE (J.-Y.)**, « Limitation de la rémunération excessive des dirigeants avec le say on pay », *La revue du financier* 2010, p. 54.
- **BROSSES (V.)**, **HAELLING (J.)**, « L'utilisation des moyens de télécommunication aux conseils et assemblées générales des sociétés anonymes », *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 242, p. 1089.
- **BROYE (G.)**, **MOULIN (Y.)**, « Les déterminants de la rémunération des administrateurs externes dans les sociétés françaises du SBF 120 », *Finance Contrôle Stratégie* 2012, n° 15-1/2, disponible sur http://fcs.revues.org/78.
- **BUCHER (F.)**, « De quelques aspects de droit boursier issus de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite loi Breton, et de la loi

n° 2005-811 du 20 juillet 2005, Loi n° 2005-842 et Loi n° 2005-811 : aspects boursiers », *Bull. Joly Bourse* 2005, § 173, p. 687.

- **BUHART (J.)**, **LA FONT (N.)**, « Say on pay à la française - Quelles leçons tirer du droit comparé ? », *JCP* G 2013, n° 4, 91, p. 158.
- **BURBIDGE (P.)**, « Les règles de gouvernance des sociétés cotées à la Bourse de Londres, une réponse à la crise financière ? Quelques développements récents », *in* M. HAYAT, A. REYGROBELLET (dir.), *Le droit des affaires d'aujourd'hui à demain, Regards français et étrangers en hommage à Yves Chaput*, Paris : LexisNexis, 2014, p. 21.
- **BUREAU (D.)**, « La loi relative aux nouvelles régulations économiques : Aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 149, p. 553.
- **CABRILLAC (R.)**, « Le symbolisme des codes », *in Mélanges F. TERRÉ, L'avenir du droit*, Paris : PUF-Dalloz, éd. du Juris-Classeur, 1999, p. 211.
- **CADET (I.)**, « Gouvernance : nouveaux mythes, nouvelles réalités », *Vie & sciences économiques*, 2/2014, n° 198, p. 17.
- **CAI (J.)**, **GARNER (J.)**, **WALKING (R.)**, « Electing Directors », *The Journal of Finance*, octobre, 2009, vol. 64, issue 5, p. 2389.
- **CAI (J.)**, **WALKLING (R.-A.)**, « Shareholder's say on pay: Does it create value? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2 avril 2011, vol. 46, issue 2, p. 299.
- **CANU (V.)**, **DE SAINT MARS (B.)**, « Les associations d'actionnaires, élément du gouvernement d'entreprise ? », *RD bancaire et fin.* 2000, n° 1, p. 46.
- **CANUET (A.)**, « CAC 40: des actionnaires encore trop passifs », *Alternatives économiques*, septembre 2014, n° 338, p. 74.
- **CARCASSONNE (G.)**, « Penser la loi », *Revue Pouvoirs*, septembre 2005, n° 114, p. 39.
- **CASTA (J.-F.)**, « Stock-options et actions gratuites : analyse comptable des rémunérations en actions », *RD bancaire et fin.* 2005, n° 5, p. 68.
- **CATHIARD (C.)**, « L'utilisation des moyens de télécommunication pour la préparation et la tenue des conseils et assemblées des sociétés anonymes », *JCP* E 2007, n° 20, 1660, p. 32.
- **CATHIARD (C.)**, **SAINTOURENS (B.)** et **LEMERCIER (A.)**, « La rémunération des dirigeants dans les sociétés par actions », *Actes prat. ing. sociétaire*, mars-avril 2009, p. 3.
- **CAUSSAIN (J.-J.)**,
    - « La précarité de la fonction de mandataire social (Révocation et modes de protection) », *Bull. Joly Sociétés* 1993, § 151, p. 523.
    - « Le devoir de loyauté des dirigeants sociaux en droit français », *Gaz. Pal*. 5 décembre 2000, n° 340, p. 2152.

- **CAUSSE (H.)**, « Le référé financier : le cas de l'action du Président du CMF », *JCP* E 2002, n° 43, 1553, p. 1708.
- **CHAMPAUD (C.)**, « Quand la Justice cherche sa voie : l'abus des biens sociaux », *Dr et patrimoine*, avril 1997, p. 56.
- **CHAMPAUD (C.)**, **DANET (D.)**,
  - « Droit de sociétés et technique de communication à distance. Loi « Breton », pour « la confiance et la modernisation de l'économie ». Délibération des organes sociaux. Visioconférence », *RTD com.* 2005, p. 747.
  - « Dirigeants sociaux. Sociétés cotées. Indemnisation dite parachutes dorés », *RTD com*. 2007 p. 738.
  - « Gouvernance, transparence et *tutti quanti* », *RTD com.* 2008, p. 117.
  - « Code de gouvernement d'entreprise. Adaptation du droit des sociétés à la directive 2006/46/CE. Obligation de se soumettre à un « code de gouvernement d'entreprise », *RTD com*. 2008, p. 563.
  - « Dirigeants sociaux, Rémunérations, Recommandation MEDEF/AFEP », *RTD com*. 2009, p. 154.
- **CHAPPLE (L.-J.)**, **CHRISTENSEN (B.)**, « The non-binding vote on executive pay: a review of the CLERP 9 reform », *Australian Journal of Corporate Law*, 8 juin 2012, n° 18 (3), p. 263.
- **CHAPUT (Y.)**,
  - « Le monde idéal : les principes de la gouvernance d'entreprise », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 25.
  - « L'émergence du dirigeant exécutif. Les mutations politiques du droit des sociétés », *in* E. LE DOLLEY (dir.), *Les concepts émergents en droit des affaires*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 222, spéc. p. 233.
- **CHARREAUX (G.)**,
  - « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises », *Sciences de Gestion*, 1998, n° spécial, p. 47.
  - « Le point sur… les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Revue Banque & Marchés*, septembre-octobre 2003, n° 66, p. 59.
- **CHATAIN-AUTAJON (L.)**, « Conventions réglementées et fiscalité : les liaisons dangereuses », *Dr. fisc*. 2015, n° 6, 124, p. 14.
- **CHAUVOT (M.)**, « Les stock-options : une bonne affaire pour les banques », *Option Finance* 2001, n° 630, p. 16.

- **CHAZAL (J.-P.)**,
  - « De la signification du mot loi dans l'article 1134 alinéa 1er du code civil », *RTD civ*. 2001, p. 265.
  - « Réflexions sur le problème de la validité du prêt de consommation d'actions », *RTD com*. 2001, p. 147.
  - « Limitation du cumul des mandats sociaux et accumulation des interrogations », *RTD com*. 2003, p. 118.
- **CHAZAL (J.-P.), REINHARD (Y.)**, « Réflexions sur le problème de la validité du prêt de consommation d'actions », *RTD com.* 2001, p. 147.
- **CHEDLY (L.)**, « La clause de hardship : un difficile équilibre entre le juste et l'utile », *RDAI*, janvier 2010, n° 1, p. 87.
- **CHEN (M.-A.)**, « Executive option repricing, incentives, and retention », *The journal of finance*, juin 2004, vol. LIX, n° 3, p. 1167.
- **CHEN (M.-A.)**, **GREENE (D.)**, **OWERS (J.-E.)**, « The costs and benefits of Clawback Provisions in CEO compensation », *Review of Corporate Finance Studies*, 26 novembre 2014, p. 1.
- **CHEVALLIER (J.)**, « L'État régulateur », *RFAP* 2004, n° 111, p. 473.
- **CHILSTEIN (D.)**, « L'abus de biens sociaux », *LPA* 18 juin 2008, n° 122, p. 25.
- **CHOI (S.)**, **FISCH (J.)**, **KAHAN (M.)**, « The power of proxy advisors: myth or reality ? », *Emory Law Journal*, 2010, vol. 59, p. 869.
- **CLERC (C.)**,
  - « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* 2007, n° 1, p. 31.
  - « Réflexions sur la démocratie actionnariale », *RTDF* 2007, n° 3, p. 88.
- **COHEN (E.)**,
  - « De l'état dirigiste à l'état régulateur », *Sciences humaines*, décembre 2002, n° 133, p. 28.
  - « L'État régulateur », *Alternatives Économiques*, avril 2004, n° 61.
- **COHEN-JONATHAN (A.)**, **HAER (K.)**, « L'assurance de responsabilité civile des mandataires sociaux de l'entreprise », *Rev. sociétés* 2015, p. 487.
- **COLIN (C.)**, **DUJARDIN (S.)**, « Stock-options et actions gratuites : trop d'information tue l'information », *Option Finance* 2014, n° 1288, p. 40.
- **COLLIN (F.)**,

- « Le droit social du dirigeant d'entreprise (La problématique du contrat de travail du dirigeant social) [1ère partie] », *Dr. Sociétés* 2005, n° 6, étude 6, p. 7.
- « Aspects pratiques de la suspension du contrat de travail lorsque le salarié devient dirigeant social », *Dr. Sociétés* 2009, n° 10, étude 13, p. 7.

- **COLSON (J.-P.)**, « Le gouvernement d'entreprise et les nouvelles régulations économiques », *LPA* 21 août 2001 n° 166, p. 4.
- **CONAC (P.-H.)**,
  - « L'influence de la loi Sarbanes-Oxley en France », *Rev. sociétés* 2003, p. 835.
  - « La distinction des sociétés cotées et non cotées », *Rev. sociétés* 2005, p. 67.
  - « La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information », *Bull. Joly Bourse* 2007, § 70, p. 358.
  - « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs », *Rev. sociétés* 2011, p. 252.
  - « L'autorité boursière a-t-elle vocation à être le gardien d'une bonne gouvernance (Comparaison franco-américaine) ? », *in* V. MAGNIER (dir.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 40.
  - « Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011 », *Rev. sociétés* 2011, p. 459.
  - « Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2012, p. 258.
  - « Recommandation AMF n° 2012-05, Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, publiée le 2 juill. 2012 », *Rev. sociétés* 2012, p. 596.
  - « L'amélioration des règles applicables aux conseillers en vote », *Rev. sociétés* 2013 p. 404.
  - « Le contrôle de la rémunération (Say on Pay) », *Rev. sociétés* 2013, p. 400.
  - « Dispositions relatives aux conventions réglementées dans les sociétés anonymes », *Rev. sociétés* 2015, p. 422.
  - « L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché », *Rev. sociétés* 2015, p. 471.
- **CONAC (P.-H.)**, **URBAIN-PARLEANI (I.)**, « L'encadrement de l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) », *in Mélanges P. BISSARA*, Paris : ANSA, 2013, p. 127.
- **CONSTANTIN (A.)**,

- « Intérêt social : quel intérêt ? », *in Mélanges B. MERCADAL*, Levallois-Perret : F. Lefebvre, cop. 2002, p.317.
- « La tyrannie des faibles », *in Mélanges Y. GUYON*, Paris : Dalloz, 2003, p. 213.
- « De quelques aspects de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux », *RJDA* 2003, p. 595.
- « L'utilité de l'assurance des dirigeants sociaux au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation », *Bull. Joly. Sociétés* 2010, § 161, p. 762.

- **CONYON (M.-J.)**, **SADLER (G.)**, « Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on Pay in the UK », *Management Accounting Section (MAS) Meeting*, 19 août 2009, p. 1.
- **CORDONNIER (P.)**, « L'usage des pouvoirs en blanc dans les assemblées d'actionnaires », *Journ. Sociétés* 1934, p. 417.
- **CORE (J.-E.)**, **HOLTHAUSEN (R.-W.)**, **LARCKER (D.-F.)**, « Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance », *Journal of financial economics*, 1999, vol. 51, n° 3, p. 371.
- **CORGAS-BERNARD (C.)**, « Les mutations de la norme en droit interne : Les règles de bonnes pratiques », *in* N. MARTIAL-BRAZ, J.-F. RIFFARD, M. BEHAR-TOUCHAIS (dir.), *Les mutations de la norme : le renouvellement des sources du droit*, Paris : Economica, 2011, p. 73.
- **CORIAT (B.)**, **WEINSTEIN (O.)**, « Les nouvelles théories de l'entreprise », Paris : Librairie Générale Française, 1995, p. 93.
- **CORRADI (M.)**, « Les opportunités d'affaires saisies par les administrateurs de la société en violation du devoir de loyauté », *Bull. Joly. Sociétés* 2011, n° 2, § 54, p. 157.
- **CORREA (R.)**, **LEL (U.)**,
  - « Say on Pay laws, executive compensation, CEO pay slice, and firm value around the world », *International Finance Discussion Papers*, mars 2014, n° 1084, p. 1.
  - « Say on Pay laws, executive compensation, CEO pay slice, and firm value around the world », 28 avril 2014, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2430465.
- **CORRIGNAN-CARSIN (D.)**, « L'information financière, normes et pratiques comptables », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 1, p. 1.
- **COURET (A.)**,
  - « La loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse », *Bull. Joly Sociétés* 1986, § 145, p. 145.

- « L'intérêt social », *in* « Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées », *JCP* E 1996, n° 40, *Cah. dr. entr,* suppl. n° 4, p. 1.
- « Le harcèlement des majoritaires », *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 36, p.112.
- « Interrogations autour de la répartition du préjudice individuel de l'actionnaire », *RJDA* 5/1997, p. 391.
- « Le prêt de titres consenti par une société à un futur administrateur d'une filiale », *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 100, p. 477.
- « Mondialisation et droit des sociétés : la structure juridique des entreprises (corporate governance) », *RIDE* 2002, n° 2-3, p. 339.
- « L'amélioration des droits des actionnaires », *in* J.-F. BARBIÉRI, M.-H. MONSERIE-BON, *La loi NRE et le droit des sociétés*, Actes du colloque organisé à l'université des Science sociales de Toulouse le 15 octobre 2001, Paris : Montchrestien, 2003, Coll. Grands colloques.
- « Les dispositions de la loi sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *JCP* E 2003, n° 37, 1290, p. 20.
- « Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 200**2 »,** *RD bancaire et fin.* 2003, n° 2, p. 111.
- « Rapport de synthèse du colloque Entreprise et responsabilité civile », *Dr et patrimoine,* septembre 2003, p. 102.
- « L'incidence des normes européennes sur la gouvernance des sociétés », *Rev. sociétés* 2005, p. 57.
- « Liste des personnes ayant accès à des informations privilégiées », *RD bancaire et fin.* 2006, n° 1, p. 45.
- « Rémunération des dirigeants sociaux : l'introduction partielle du critère de performance dans la loi », *Dr. social* 2008, p. 521.
- « Le droit de vote des actionnaires : état des lieux », *RTDF* 2011, n° 4, p. 13.
- « La distinction sanction / réparation », *in* A. REYGROBELLET, N. HUET (dir.), *Les sanctions des sociétés cotées : quelles spécificités, quelle efficacité*, Paris : LexisNexis, 2012, p. 199.
- « Les commandements de la gouvernance en anglais et en trois mots », *in Mélanges P. BISSARA*, Paris : ANSA, 2013, p. 143.
- « La gouvernance au cœur de l'administration des entreprises. Les thèmes centraux du gouvernement d'entreprise : rémunérations, composition des organes sociaux et

conflits d'intérêts, sous le regard des investisseurs », *Gaz. Pal.* 28 août 2014, n° 240, p. 31, n° 49.

- « Abus de marché : Quelles réparations ? », *in* « Quelles stratégies face aux abus de marché ? réparer, transiger, sanctionner », *Dr et patrimoine*, novembre 2014, p. 55.
- « Gouvernance et confiance : les conditions d'une fusion vertueuse », *in* M. HAYAT, A. REYGROBELLET (dir.), *Le droit des affaires d'aujourd'hui à demain, Regards français et étrangers en hommage à Yves Chaput*, Paris : LexisNexis, 2014, p. 41.

- **COURET (A.)**, **BOILLOT (T.)**, « Mettre en place un plan de stock-options [après la réforme du 15 mai 2001 (loi NRE)] », *Actes prat. ing. sociétaire*, juillet-août 2001, p. 4.
- **COURET (A.)**, **DE LA BRUSLERIE (H.)**, « Analyse économique de l'appropriation de la richesse dans l'entreprise et évolutions récentes du droit français », *RIDE* 2002, n° 4, p. 576.
- **COURET (A.)**, **DONDERO (B.)**,
  - « L'organisation du pouvoir dans les sociétés entre salariat et mandat social : la question du cadre dirigeant », *JCP* E 2012, n° 10, 1175, p. 53.
  - « La loi Warsmann II relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives », *in* « Aspects de droit des sociétés (1ère partie) », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 193, p. 360.
  - « Le cumul d'un mandat social d'administrateur et d'un contrat de travail dans la SA : apport de la loi Warsmann II », *Gaz. Pal*. 12 mai 2012 n° 133, p. 5.
- **COURSIER (P.)**, « Mutations autour de la notion de rémunération », *in* F.-X. SIMON (dir.), *L'actualité du dirigeant, finances-gestion (Best of DFCG)*, Tome II, Paris : Eyrolles, 2013, p. 145.
- **CRAIGHEAD (J.)**, **MAGNAN (M.)**, **THORNE (L.)**, « The impact of mandated disclosure on performance-based CEO compensation », *Contemporary Accounting Research* 2004, vol. 21, n° 2, p. 1.
- **CRÊTE (R.),** « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », *Les Cahiers de droit*, vol. 45, n° 3, 2004, p. 409.
- **CUIF (P.-F.)**, « Le conflit d'intérêts : Essai sur la détermination d'un principe juridique en droit privé », *RTD com*. 2005, p. 1.
- **CUÑAT (V.)**, **GINE (M.)**, **GUADALUPE (M.)**, « Say Pays! Shareholder Voice and Firm Performance», *Finance Working Paper* n° 373, 27 février 2013, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2240410.
- **CUZACK (N.)**,
  - « Le vote des gestionnaires d'OPCVM », *Rev. sociétés* 2006, p. 491.

- « Le contrôle des avantages octroyés aux dirigeants des entreprises aidées par l'État », *JCP* E 2009, n° 46, 2076, p. 45.
- « Plaidoyer en faveur de l'avènement de la démocratie actionnariale en matière de fixation de la rémunération des dirigeants des sociétés anonymes », *LPA* 3 avril 2012, n° 67, p. 10.
- « De l'éthique de la rémunération à la rémunération éthique du dirigeant », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 673.
- « Éclairage sur la version révisée du code Afep-Medef », *Rev. Lamy dr. aff.* 2013, n° 85, p. 10.

- **D'ASPREMONT (J.)**, « Softness in international law: A self-serving quest for new legal materials », *The European Journal of International Law*, 2008, vol. 19, n° 5, p. 1075.
- **DAGOT (M.)** et **MOULY (C.)**, « L'usage personnel du crédit et son abus », *Rev. sociétés* 1988, p. 1.
- **DAIGRE (J.-J.)**,
  - « Réflexions sur le statut des dirigeants sociaux », *Rev. sociétés* 1981, p. 497.
  - « Faut-il scinder l'AMF ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, § 203, p. 413.
  - « La création de l'autorité des marchés financier », *Rev. sociétés* 2003, p. 823.
- **DAILLE-DUCLOS (B.)**, « Le devoir de loyauté du dirigeant », *JCP* E 1998, n° 39, p. 1486.
- **DALLAS (G.-S)**, **SCOTT (H.)**, « Mandating corporate behavior: Can one set of rules fit all? », *Corporate Governance Law Review*, 2006, vol. 2, issue 2, p. 117.
- **DAMAS (N.)**, « Loi NRE et cumul de mandats sociaux », *JCP* E 2001, n° 46, p. 1803.
- **DANET (D.)**, « Misère de la corporate governance », *RIDE* 2008, n° 4, p. 407.
- **DANNENBERGER (F.)**, « Régime spécial de conventions réglementées pour les parachutes dorées », *LPA* 11 décembre 2007, n° 247, p. 6.
- **DANOS (F.)**, « La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », *RJDA* 5/2008, p. 471.
- **DARDOUR (A.)**, « L'influence sur la rémunération des dirigeants des liens humains entre les administrateurs des sociétés cotées : une analyse du réseau des sociétés cotées au SBF 250 », *Hal Id*, février 2010, disponible sur https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00459365.
- **DAUXERRE (L.)**, « Le cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social : un mariage d'intérêts ? », *JCP* S 2007, n° 5, 1049, p. 9.
- **DE FEYDEAU (H.)**, « Les aspects fiscaux de la couverture des risques : responsabilité civile professionnelle des dirigeants de sociétés de capitaux », *Dr. fisc.* 1993, n° 8, comm. 100009, p. 380.

- **DE HAAN (E.)**, **HODGE (F.-D.)**, **SHEVLIN (T.-J.)**, « Does voluntary adoption of a Clawback Provision improve financial reporting quality? », *Contemporary Accounting Research*, 22 avril 2012, vol. 30, p. 1027.
- **DE LA GARANDERIE (D.)**, « Gouvernance d'entreprise, loi Sarbanes-Oxley et droit français » *in* « La gouvernance d'entreprise en France après la loi Sarbanes-Oxley », *LPA* 13 décembre 2007, n° 249, p. 41.
- **DE LA RAUDIÈRE (L.)**, « Penser et voter la loi », *JCP* G 2015, n° 14, p. 6.
- **DE LAENDER (M.-H.)**, « La révocation des dirigeants sociaux », *Dr. Sociétés* 2000, n° 5, p. 4.
- **DE LGRANGE (X.)** et **DETROUX (L.)**, « La *soft law* intra-législative : les lois dépourvues de contenu normatif ou *mollis lex sed lex* ? », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : normes internes infraconstitutionnelles*, vol. 2, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 147.
- **DE RAVEL D'ESCLAPON (P.-F.)**,
  - « De Sarbanes-Oxley à Dodd-Frank : le rôle et les limites de la gouvernance dans la prévention des catastrophes financières », *JCP* E 2012, n° 24, 1384, p. 20.
  - « Le dégorgement de la loi Sarbanes-Oxley », *Bull. Joly Bourse* 2012, § 33, p. 89.
- **DE RAVEL D'ESCLAPON (T.)**, « Batailles de procurations : une nécessaire réglementation ? », *LPA* 5 octobre 2009, n° 198, p. 5.
- **DE ROBERT (S.)**, « Sociétés cotées : comment se préparer à la révision de la directive « droit des actionnaires » », *Option Finance* 2015, n° 1328, p. 29.
- **DE VAUPLANE (H.)**,
  - « Responsabilité et information publiée par la société », *in* H. SYNVET, « Information financière et responsabilité », *RD bancaire et fin*. 2004, n° 6, p. 458.
  - « Approche par les principes ou par la réglementation, quelle régulation pour les marchés financiers ? », *Revue Banque*, novembre 2007, n° 696, p. 83.
- **DE VAUPLANE (H.)**, **SIMART (O.)**, « Délits boursiers: proposition de réforme. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction », *Banque et Droit*, janvier 1997, n° 61, p. 85.
- **DE VENDEUIL (S.)**, « Nouvelles régulations économiques et amélioration des droits des actionnaires dans les sociétés par actions non cotées », *JCP E* 2001, n° 29, 1220, p. 64.
- **DE WATRIGANT (C.)**, « Un say on pay à la française est-il envisageable ? », *Actes prat. ing. sociétaire*, novembre-décembre 2009, p. 1.

- **DEBOISSY (F.)**, « L'essentiel des réformes : les renforcements de la démocratie actionnariale », *LPA* 2 août 2007, n° 154, p. 13
- **DECKERT (K.)**, « Le code allemande de gouvernement d'entreprise », *JCP* E 2013, n° 47, 1640, p. 57.
- **DECOOPMAN (N.)**, « Le pouvoir d'injonction des autorités administratives indépendantes », *JCP* G 1987, n° 44, I , 3303.
- **DEDESSUS-LE-MOUSTIER (N.)**, « La responsabilité du dirigeant de fait », *Rev. sociétés*, 1997, p. 499.
- **DEGLA (J.)**, « Révocation sans indemnités des P-DG de S.A en France : mythe ou réalité », *D. Aff.* 1996, p. 763.
- **DEKEUWER (A.)**, « Les intérêts protégés en cas d'abus de biens sociaux », *JCP* E 1995, n° 43, I, 500, p. 421.
- **DEL SOL (M.)**, « Les dispositions relatives aux régimes de retraite supplémentaire à cotisations définies et à prestations définies », *JCP* E 2011, n° 8, 1163, p. 40.
- **DELATTRE (C.)**, « L'inlassable travail de la Cour de cassation quant à la détermination de la notion de direction de fait », *JCP* E, 2007, n° 27, 1872, p. 21.
- **DELEBECQUE (P)**, « L'administrateur de fait par personne interposée : une notion à définir », *JCP* E 2005, n° 13, 234, p. 612.
- **DELGA (J.)**,
  - « L'administrateur indépendant n'existe pas : « Dangers ». «Une référence inappropriée au système anglo-saxon » », *D.* 2002 p. 2858.
  - « L'administrateur indépendant en France : un mythe ? », *JCP* E 2004, n° 5, 150, p. 166.
  - « De l'inexistence juridique de l'administrateur indépendant en France aux risques encourus », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 40.
  - « L'administrateur indépendant : un personnage juridiquement contestable ! », *Actes prat. ing. sociétaire*, juillet-août 2007, p. 26.
  - « Les indemnités de révocation des PDG de SA en France sont interdites : propos sur les golden parachutes », *JCP* E 2007, n° 25, 1803, p. 34.
- **DELMAN (J.-R.)**, « Structuring Say-on-Pay: A comparative look at global variations in shareholder voting on executive compensation », *Columbia Business Law Review*, 2010, vol. 2010, issue 2, p. 583.
- **DELPECH (X.)**,
  - « Vers un encadrement renforcé des golden parachutes », *D.* 2007, p. 2021.

- « Rémunération des dirigeants : abandon de la voie législative », *D.* 2013, p. 1347.
- « Rémunération des dirigeants : abandon de la voie législative », *D.* 2013, p. 1347.

- **DELVOLVÉ (J.-L.)**, **MICHAUD (J.-M.)**, « Le statut du président directeur général est-il soumis à l'article 40 de la loi du 24 juillet 1867 », *D.* 1964, p. 257.
- **DEMEULENAERE (P.),** « La légitimation et la dénonciation de la recherche de l'argent dans la modernité », *Arch. phil. droit* 1998, t. 42, p. 137.
- **DEMEYERE (D.)**, « Les fautes de gestion dans la responsabilité pour insuffisance d'actif des dirigeants sociaux », *Gaz. Pal.* 6 avril 2013, n° 96, p. 13.
- **DERMERGUERIAN (D.)**, **DELAPORTE (C.)**, « Vers un projet d'introduction du say on pay en France », *Option Finance* 2013, n° 1217, p. 38.
- **DESBARATS (I.)**, **«** Codes de conduite et chartes éthiques des entreprises privées : Regard sur une pratique en expansion », *JCP* G 2003, I, n° 9, 112, p. 337.
- **DESCHEEMAKER (P.)**, « Nouvelle régulation internationale des sociétés cotées : les principales dispositions du Sarbanes-Oxley Act of 2002 », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 1, p. 5.
- **DESCORPS DECLÈRE (F.)**, « Pour une réhabilitation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux », *RTD com*. 2003, p. 25
- **DESPLANDES (M.)**, « Réflexion sur le cumul d'un mandat social et d'un contrat de travail », *D.* 1982, p. 19.
- **DEUMIER (P.)**,
  - « La réception du droit souple par l'ordre juridique », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 113.
  - « Le principe « appliquer ou expliquer », appliquer la norme autrement ? », *RTD civ*. 2013, p. 79.
- **DEREN (O.)**, **DUROT (F.)**, « Cumul de mandats : de nouvelles contraintes pratiques pour les groupes », *DJ&F*, novembre 2001, n° 30, p. 26.
- **DEZEUZE (É.)**, « Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures répressives administrative et pénale ? », *RD bancaire et fin*. 2013, n° 2, 18, p. 82.
- **DIDIER (P.)**,
  - « Les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux », *Rev. sociétés* 2003, p. 238.
  - « Prévention des manquements d'initié, mise en place de '*safe haven*' pour les dirigeants », *Rev. sociétés* 2011, p. 66.

- **DISSAUX (N.)**, « Les clauses abusives, pour une extension du domaine de la lutte », *Dr. et patrimoine*, octobre 2014, p. 53.
- **DJEMAOUN (A.)**, **EMERIAU (P.)**, « L'encadrement de la rémunération des dirigeants des entreprise publiques : Quelle définition des entreprises publiques ? », *Option Finance* 2009, n° 1030, p. 31.
- **DOM (J.-P.)**,
  - « La Loi Houillon est promulguée : précisions et rectification », *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 270, p. 1268.
  - « Cumul des mandats : Et si le remède s'avérait pire que le mal ? », *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 243, p. 1095.
  - « L'attribution gratuite d'actions », *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 35, p. 187.
  - « Le gouvernement d'entreprise, technique d'anticipation des risques » *Dr. Sociétés* 2012, n° 8-9, étude 12, p. 8 ; *JCP* E, n° 24, 1387, p. 37.
- **DOMINIQUE (B.)**, « La loi relative aux nouvelles régulations économiques. Aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 149, p. 553.
- **DONDERO (B.)**,
  - « Réflexions sur les mécanismes d'autorisation des sûretés et garanties consenties par les sociétés anonymes », *D.* 2004, p. 405.
  - « Pour une transparence ponctuelle de la rémunération des mandataires sociaux des sociétés anonymes non cotées », *in* « Chronique de droit financier n° IV (2e partie) », *LPA* 27 avril 2004, n° 84, p. 6.
  - « La qualité d'actionnaire de l'administrateur : lien naturel ou facteur de risque pour l'indépendance du mandataire social ? (à propos de l'art. 57, I de la LME) », *RTDF* 2008, n° 3, p. 67.
  - « Les goldens hellos : le salut impossible ? », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 113, p. 514.
  - « L'immunité des dirigeants d'entreprise », *in* O. DESHAYES (dir.), *Les immunités de responsabilité civile*, Paris : PUF, 2010, p. 37.
  - La rémunération des dirigeants sociaux », *in* V. MAGNIER (dir.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleur protection de l'intérêt social*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 111.
  - « L'abstention est-elle le meilleur remède aux situations de conflits d'intérêts ? », *RTDF* 2011, n° 4, p. 220.
  - « Le mandat de vote confié à un tiers », *RTDF* 2011, n° 4, p. 57.

- « Le commissaire aux comptes et les conventions réglementées », *Gaz. Pal.* 11 août 2012, n° 224, p. 8.
- « Rémunérations des dirigeants : annoncer, consulter... légiférer ? », *Gaz. Pal.* 6 octobre 2012, n° 280, p. 3.
- « La rémunération des dirigeants sociaux : utilisons les dispositifs existants ! », *Gaz. Pal.* 6 octobre 2012, n° 280, p. 7.
- « Le traitement juridique des conflits d'intérêts : entre droit commun et dispositifs spéciaux », *D*. 2012, p. 1686.
- « La responsabilité civile, boussole des dirigeants ? », *Gaz. Pal.* 6 avril 2013, n° 96, p. 3.
- « Conflits d'intérêts : les réformes attendues en matière de conventions conclues dans le cadre d'un groupe », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110z6, p. 843.
- « Après tout, faites comme bon vous semble… », *Gaz. Pal.* 29 juin 2013, n° 180, p. 3.
- « La cupidité en droit des affaires : rapport de synthèse », *Gaz. Pal*. 31 décembre 2013, n° 365, p. 21.
- « Le code AFEP-MEDEF révisé : un nouveau départ », *Rev. sociétés* 2014, p. 7.
- « Le concept de gouvernance », *Gaz. Pal*. 28 août 2014, n° 240, p. 6.
- « L'ordonnance du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés », *D*. 2014, p. 1885.

- **DONZEL-TABOUCOU (C.)**, « Le principe appliquer ou expliquer en France, ou le droit à l'auto-édiction normative », *Rev. sociétés* 2015, p. 347.
- **DOUGLAS (A.-S.)**, « Fraud on the market: short sellers' reliance on market price integrity », *William & Mary Law Review*, 2005, vol. 47, issue 3, p. 1003.
- **DU PONTAVICE (E.)**, « La fixation de la rémunération des organes de direction et de surveillance de la société anonymes », *in Mélanges D. BASTIAN*, I, Paris : Librairies techniques, 1974, p.177.
- **DUBOIS (É.)**, **CHACORNAC (J.)**, « Les limites de l'autorégulation en droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 758.
- **DUFFOUR (A.)**, **MILLERET-GODET (A.)**, « Le statut des dirigeants de société : une notion à géométrie variable », *Dr. Sociétés* 2015, n° 8-9, étude 15, p. 9 ; *JCP* S 2015, n° 24, 1212, p. 15.
- **DUFOUR (O.)**,
  - « Le régime du cumul des mandats sociaux revisité », *LPA* 30 octobre 2002, n° 217, p. 3.

- « La polémique enfle autour de l'avenir de l'AMF », *LPA* 23 avril 2008, n° 82, p. 3.
- « Le say on pay prend ses marques en France ! », *LPA* 30 septembre 2014, n° 195, p. 3.

- **DUHAMEL (J.-C.)**, « The "comply or explain" approach as a Pascalian Wager », *Accounting, Economics and Law: A Convivium*, novembre 2014, doi 10.1515/ael-2014-0021.
- **DUHAMEL (J.)**, **FASTERLING (B.)**, **REFAIT-ALEXANDRE (C.)**, « La transparence : outil de conciliation de la finance et du management », *RFG* 2009, n° 198-199, p. 59.
- **DUPICHOT (J.)**, « La loi « N.R.E » et le droit des sociétés », *Gaz. Pal*. 30 mai 2002, n° 150, p. 3.
- **DUPUIS (M.)**, **DUHAMEL (J.-C.)**, « La transparence de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées à l'aune des droits fondamentaux », *in* É. BLARY- CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL (dir.), *2001-2010 Dix ans de transparence en droit des sociétés*, Arras : Artois Presse Université, 2011, p. 80.
- **EDKINS (M.)**, « Comply or Explain » *in* Financial Reporting Council, « Comply or Explain: 20th anniversary of the UK corporate governance code », Publication de FRC 2012, p. 18.
- **EL AHDAB (J.)**,
  - « Les parachutes dorés et autres indemnités conventionnelles de départ des dirigeants : approche pluridisciplinaire et comparée », *Rev. sociétés* 2004, p. 18.
  - « La prise en charge financière par la société de la responsabilité de ses dirigeants : vers un modèle américain », *Rev. sociétés* 2008, p. 239.
- **ELSON (C.-M.)**, « The answer to excessive executive compensation is risk, not the market », *Journal of Business & Technology Law* 2007, vol. 2, issue 2, p. 403
- **ERDLEN (A.-M.)**, « Timing is everything : markets, loss, and proof of causation in fraud on the market actions », *Fordham Law Review*, mars 2011, vol. 80, issue 2, p. 876.
- **ERTIMUR (Y.)**, **FERRI (F.)**, **OESCH (D.)**, « Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from Say on Pay», *Journal of Accounting Research*, décembre 2013, vol. 51, issue 5, p. 951.
- **EULERICH (M.)**, **KALINICHENKO (A.)**, **THEIS (J.-C.)**, « Say-on-Pay : an empirical investigation of voting likelihood and voting behavior in German Prime Standard companies », *Journal of Management Control*, october 2014, vol. 25, issue 2, p. 119.
- **FABRIZIO (F.)**, **OESCH (D.)**, « Management influence on investors: evidence from shareholder votes on the frequency of say on pay », *Columbia Business School Research*, 4 novembre 2014, n° 13-1, p.1.

- **FAGES (B.)**,
  - « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 84, p. 428.
  - « Les codes de gouvernement d'entreprise : une comparaison franco-allemande », *in* M. MENJUCQ, B. FAGES (dir.), *Actualité et évolution comparée du droit allemand et français des sociétés*, Dalloz : Paris, coll. Thèmes et commentaires, 2010, p. 81.
- **FAMA (E.)**, « Efficient capital markets : a review of theory and empirical work », *Journal of finance*, mai 1970, vol. 25, issue 2, p. 383.
- **FASTERLING (B.)**,
  - « Prospects and limits of corporate governance codes », *in* P. ALI, G.-N. GREGORIOU, *International corporate governance after Sarbanes-Oxley*, Wiley Finance, 2006, p. 467.
  - « Development of norms through compliance disclosure », *Journal of Business Ethics*, mars 2012, vol. 106, issue 1, p. 73.
- **FASTERLING (B.)**, **DUHAMEL (J.-C.)**,
  - « Bilan de l'application du comply or explain par les sociétés françaises du SBF 120 », *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 77, p. 524.
  - « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *RIDE* 2009, n° 2, p. 129.
- **FAUCHON (A.)**, **PHILIPPON (T.)**, « La déclaration préalable : pour une prévention efficace du délit d'initié », *Bull. Joly Bourse* 2008, § 29, p. 258.
- **FAUCONNEAU (P.)**, « Du défaut d'autorisation préalable du conseil d'administration en matière de conventions soumises à l'article 40 de la loi du 24 juillet 1867 », *Gaz. Pal.* 1960, I, p. 8.
- **FAUVARQUE-COSSON (B.)**, « Le changement de circonstances », *RDC* 2004, n° 1, p. 67.
- **FAVARIO (T.)**, « Les conflits d'intérêts en droit français des sociétés », *in Les conflits d'intérêts*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XVII, Paris : Dalloz, 2013, p. 140.
- **FENOT (P.)**, « Élément de sociologie de la rémunération des dirigeants : de la légitimité de la rémunération au besoin social d'encadrement », *Rev. Lamy dr. aff.* 2013, n° 85, p. 14.
- **FERRARINI (G.-A.)**, **FILIPPELLI (M.)**, « Independent directors and controlling shareholders around the world », *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, Law Working Paper n° 258/2014, 30 mai 2014, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2443786.

- **FERRI (F.)**, **MABER (D.-A.)**, « Say on Pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK », *Review of Finance*, 2013, vol. 17, issue 2, p. 527.
- **FERRIS (S.-P.)**, **JAGANNATHAN (M.)**, **PRITCHARD (A.-C.)**, « Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments », *Journal of Finance*, juin 2003, vol. 58, n° 3, p. 1087.
- **FEUGÉRE (B.)**, « Le devoir de loyauté en droit des affaires », *Gaz. Pal*. 5 décembre 2000, n° 340, p. 2110.
- **FICH (E.-M.)**, **WHITE (L.-J.)**, « CEO compensation and turnover: the effects of mutually interlocked boards », *Wake forest law review*, vol. 38, n° 3, 2003, p. 935.
- **FORESTA (G.)**, « Révocation d'un dirigeant pour mésentente », *Lexbase*, 5 avril 2007, n° 255.
- **FOX (J.)**, « Who Should Actually Have Say on Pay? », *Harvard Business Review*, 30 mai 2013, disponible sur https://hbr.org/2013/05/who-should-actually-have-say-on-pay/.
- **FOX (M.-B.)**, « Demystifying causation in fraud-on-the-market actions », *The Business Lawyer*, février 2005, vol. 60, p. 507.
- **FOY (R.)**, « Loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié du 30 décembre 2006 : Principales dispositions intéressant le droit des sociétés et la fiscalité de l'actionnariat salarié », *Rev. sociétés* 2007, p. 1.
- **FRANÇOIS (B.)**,
  - « Consultation sur la rémunération des dirigeants d'entreprise », *Rev. sociétés* 2012, p. 598.
  - « Rapports Proxinvest et ECGS sur la rémunération des dirigeants », *Rev. sociétés* 2012, p. 263.
  - « Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises (Ernst & Young, 10e éd., 17 oct. 2012) », *Rev. sociétés* 2013, p. 64.
  - « Recommandation n° 2012-14 - Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2013, p. 66.
  - « Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise », *Rev. sociétés* 2014, p. 270.
  - « Bilan de la gouvernance des sociétés du CAC 40 », *Rev. sociétés* 2014, p. 602.
  - « Rapport 2014 du Haut comité de gouvernement d'entreprise », *Rev. sociétés* 2015, p. 65.
  - « Rapport sur les administrateurs indépendants », *Rev. sociétés* 2015, p. 265.

- **FRASSON-GORRET (A.)**, « Les nouvelles recommandations de la Commission européenne concernant la rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *Option Finance* 2009, n° 1035, p. 28.
- **FRÉMEAUX (S.)**, « L'avenir du régime de révocation des dirigeants sociaux », *LPA* 20 décembre 2000, n° 253, p. 6.
- **FREYRIA (C.)**, « L'assurance de responsabilité civile du management », *D.* 1995, p. 120.
- **FRISON-ROCHE (M.-A.)**,
  - « Les différentes définitions de la régulation », *LPA* 10 juillet 1998, n° 82, p. 5.
  - « La régulation, objet d'une branche du droit », *LPA* 3 juin 2002, n° 110, p. 3.
  - « Définition du droit de la régulation économique », *in* M.-A. FRISON-ROCHE (dir.), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Paris : Presse de Sciences Po-Dalloz, 2004, p. 7.
  - « Le couple ex ante-ex post, justification d'un droit propre et spécifique de la régulation », *Droit et économie de la régulation*, 4/2006, p. 33.
  - « Régulation et droit des sociétés. De l'article 1832 du Code civil à la protection du marché de l'investissement », *in Mélanges D. SCHMIDT*, Paris : Joly, 2005, p. 255.
- **GABAIX (X.)**, **LANDIER (A.)**, « Why has CEO pay increased so much? », *Quarterly Journal of Economics*, 2008, vol. 123, issue 1, p. 49.
- **GABAIX (X.)**, **LANDIER (A.)**, **SAUVAGNAT (J.)**, « CEO pay and firm size: an update after the crisis », *The Economic Journal*, février 2014, vol. 124, issue 574, p. 40.
- **GALLOIS-COCHET (D.)**,
  - « L'administrateur de société cotée », *Actes prat. ing. sociétaire*, janvier-février 2007, p. 22.
  - « Le rapport Houillon propose des réformes pour la rémunération des dirigeants », *EDCO*, 1 septembre 2009, n° 8, p. 7.
  - « Diffusion d'une fausse information sur le marché et préjudice de l'investisseur », *Dr. Sociétés* 2015, n° 1, repère 1.
- **GARRON (F.)**, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *Rev. Sociétés* 2004, p. 795.
- **GATTY (J.)**, « Le curieux problème de la rémunération des dirigeants d'entreprise », *Arch. phil. droit* 2013, t. 56, p. 123.
- **GAUDEMET (A.)**, « L'exercice du pouvoir dans les sociétés en France », *in Le pouvoir dans les sociétés*, Travaux de l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome LXII, Bruxelles : Bruylant, 2012, p. 343.

- **GAVALDA (C.)**, « Commentaire de la loi du 2 août 1989, concernant l'amélioration de la transparence et de la sécurité du marché financier », *Rev. sociétés* 1990, p. 1.
- **GENICON (T.)**, « Défense et illustration de la cause en droit des contrats. À propos du projet de réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations », *D.* 2015, p.1551.
- **GÉRARD (P.)**, « Les règles de reconnaissance et l'identification des normes juridiques valides », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : théorie des sources du droit*, vol. 4, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 19.
- **GERMAIN (M.)**,
  - « L'intérêt commun des associés » *in* « Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées », *JCP* E, 1996, *Cah. dr. entr*, suppl. n° 4, p. 13.
  - « Transparence et information », *LPA* 19 novembre 1997, n° 139, p. 16.
  - « Le droit de vote », *Dr. Société* 2014, n° 7, p. 5.
- **GERMAIN (M.)**, **HOEVERMANN (J.)**, « Questions actuelles sur la responsabilité des dirigeants de société en Allemagne et en France », *Dr. Sociétés* 2006, n° 6, étude 12, p. 13.
- **GERMAIN (M.)**, **MAGNIER (V.)**, « Vers un gouvernement d'entreprise à la française », *L'Année sociologique* 1999, vol. 49, n° 2, p. 359.
- **GERMAIN (M.)**, **MAGNIER (V.)**, **NOURY (M.-A.)**, « La gouvernance des sociétés cotées », *JCP* E 2013, n° 47, 1638, p. 18.
- **GERSCHEL (C.)**, « Le principe de non-immixtion en droit des affaires (1ère partie) », *LPA* 30 août 1995, n° 104, p. 8.
- **GHOZI (A.)**, **LEQUETTE (Y.)**, « La réforme du droit des contrats : brèves observations sur le projet de la chancellerie », *D.* 2008, p. 2609.
- **GIANNO (R.)**, **COMBES (A.-É.)**, « La dénaturation du mandat social par la pratique dans les sociétés anonymes », *Gaz. Pal.* 4 juin 2002, n° 155, p. 4.
- **GILSHAN (D.)**, « Six years on lessons from the UK experience », *Railpen Investments and PIRC Limited*, septembre 2009, p. 3.
- **GINGLINGER (E.)**, « Say on pay : quelles conséquences pour les entreprises ? », *Option Finance* 2013, n° 1235, p. 8.
- **GIUST-DESPRAIRIES (F.)**, « Le visible et l'invisible dans les formes et l'individualité contemporaine », *in* N. AUBERT, C. HAROCHE (dir.), *Les tyrannies de la visibilité : Être visible pour exister ?*, Toulouse : érès éd., 2011, p. 281.

- **GLOTIN (M.-C.)**, « Les délibérations sociales par télétransmission : une innovation de la loi NRE », *JCP* E 2002, n° 18, 722, p. 747.
- **GODON (L.)**, « Qu'est-ce qu'un actionnaire ? L'apport en jouissance d'actions », *Rev. sociétés* 1999, p. 795.
- **GOFFAUX-CALLEBAUT (G.)**, « La définition de l'intérêt social : Retour sur la notion après les évolutions législatives récentes », *RTD com.* 2004, p. 35.
- **GOFFAUX-CALLEBAUT (G.)**, « Le plan d'action de la Commission européenne en droit des sociétés : une approche française », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 213, p. 997.
- **GORDON (J.-N.)**, « "Say on Pay": Cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-In », Harvard Law School Journal on Legislation, 2009, vol. 46, p. 323.
- **GOULARD (N.)**, **COLLIN (F.)**, **DOM (J.-P.)**, « Une proposition de la pratique : la convention de direction », *Actes prat. ing. sociétaire*, juillet- août 2004, p. 17.
- **GOUTAY (P.)**, « Ne bis in idem : quelle réforme ? », *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112r1, p. 327.
- **GOUTY (P.) DANOS (F.)**, « De l'abus de la notion d'intérêt social », *D. aff.* 1997, p. 877.
- **GRAU (R.)**, **ZHANG (X.)**, « Précisions sur la possibilité pour l'Administration d'utiliser des données chiffrées provenant d'autres entreprises », *Dr. fisc*. 2013, n° 14, comm. 230, p. 55.
- **GREGORY (H.-J.)**, **SIMMELKJAER (R.-T.)**, « Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states », *WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP*, janvier 2002.
- **GRÉVAIN-LEMERCIER (K.)**,
  - « Le devoir de loyauté des dirigeants sociaux : le retour », *Gaz. Pal.* 11 février 2012, n° 42, p. 7.
  - « Les défis actuels de la gouvernance des sociétés cotées », *Dr. Sociétés* 2013, n° 5, étude 10, p. 17.
- **GRIMALDI (C.)**,
  - « La force majeure invoquée par le créancier dans l'impossibilité d'exercer son droit », *D.* 2009 p. 1298.
  - « Les maux de la cause ne sont pas qu'une affaire de mots. À propos du projet d'ordonnance portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations », *D*. 2015, p. 814.
- **GUÉGUEN (J.-M.)**, « Le renouveau de la cause en tant qu'instrument de justice contractuelle », *D*. 1999, p. 352.
- **GUERCHOUN (F.)**, « Vers l'imprescriptibilité de l'action en nullité des conventions réglementées », *LPA* 21 avril 2006, n° 80, p. 5.

- **GUILLEMIN (J.-F.)**, « Le dispositif de prévention chez Bouygues », *Bull. Joly Bourse* 2011, § 214, p. 455.
- **GUILLON (C.)**, **JOVER (A.-F.)**, « Dirigeants de société : le crépuscule des dieux ? », *JCP* S 2012, n° 36, 1354, p. 12.
- **GUYADER (H.)**, « L'actionnaire transnational et la directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 30, p. 265.
- **GUYON (Y.)**,
  - « La société anonyme, une démocratie parfaite », *in Mélanges C. GAVALDA*, *Propos impertinents de droit des affaires*, Paris : Dalloz., 2001, p. 133.
  - « Les réformes apportées au droit des sociétés par la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques », *Rev. sociétés* 2001, p. 503.
- **HACHEZ (I.)**,
  - « Balises conceptuelles autour des notions de « source du droit », « force normative » et « soft law » », *Revue interdisciplinaire d'études juridiques* 2/ 2010, V. 65, p. 1.
  - « Le *soft law* : qui trop embrasse mal étreint ? », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir.), *Les sources du droit revisitées : théorie des sources du droit*, vol. 4, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 539.
  - « Les sources du droit : de la pyramide au réseau et vice versa ? », *in* I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT *et ali*. (dir), *Les sources du droit revisitées : théorie des sources du droit*), vol. 4, Bruxelles : Publications des facultés universitaires Saint-louis, 2012, p. 51.
- **HALL (B.-J.)**, **LIEBMAN (J.-B.)**, « Are CEOs really paid like bureaucrats? », *Quarterly Journal of Economics*, août 1998, vol. CXIII, p. 653.
- **HALLOCK (K.-F.)**, « Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation », *Journal of financial and quantitative analysis*, 1997, vol. 32, n° 3, p. 331.
- **HALLOPEAU (M.)**, **KLEIN (P.)**, « Les retraites chapeau », *Journ. Sociétés*, décembre2011, n° 93, p. 57.
- **HAMDOUCHE (A.)**, **DEPRET (M.-H.)**, « Quel gouvernement d'entreprise pour quelle performance ? », *in* A. FINET (dir), *Gouvernance d'entreprise. Nouveaux défis financiers et non financiers*, Bruxelles : De Boeck, Coll. Méthodes & Recherches, 2009, p. 41.
- **HAMEL (J.)**,
  - « La personnalité morale et ses limites », *D.* 1949, p. 144.
  - « L'article 40 de la loi de 1867 et la rémunération des présidents de sociétés anonymes », *Gaz. Pal*. 1957, II, p. 60.

- **HILLENBRAND (C.)**, **MONEY (K.)**, **PAVELIN (S.)**, « Stakeholder-defined corporate responsibility for a pre-credit-crunch financial service company: Lessons for how good reputations are won and los », *Journal of Business Ethics*, février 2012, vol. 105, issue 3, p. 337.
- **HILLGENBERG (H.)**, « A fresh look at soft law », *European Journal of International Law*, 1999, p. 499.
- **HIRSCH (M.)**, « Les conflits d'intérêts non gérés ruinent la démocratie », *JCP* G 2011, n° supplément n° 52, p. 2.
- **HOUIN (R.)**, **GORÉ (F.)**, « La réforme des sociétés commerciales », *D.* 1967, p. 123.
- **HOVASSE (H.)**,
  - « La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et les sociétés par actions », *Dr. Sociétés* 2005, n° 11, étude 13.
  - « La réforme des parachutes dorés dans la loi du 21 août 2007 », *Dr. Sociétés* 2007, n° 11, comm. 197.
  - « Politique de rémunération prévue par le décret n° 2009-348 du 30 mars 2009 », *Dr. Sociétés* 2009, n° 6, comm. 115, p. 21.
- **HUGUET (H.)**, « Mise à disposition d'actions au profit de personnes physiques afin de leur permettre d'exercer des fonctions d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance dans les filiales non cotées d'un groupe », *Dr. Sociétés* 1999, n° 3, p. 4.
- **HURSTEL (D.)**, **MOUGEL (J.)**, « La loi Sarbanes-Oxley doit-elle inspirer une réforme du gouvernement d'entreprise en France ? », *Rev. sociétés* 2003, p. 13.
- **INWINKL (P.)**, **JOSEFSSON (S.)**, **WALLMAN (M.)**, « The comply-or-explain principle: Stakeholders' views on how to improve the 'explain' approach », *International Journal of Disclosure and Governance*, 22 mai 2014, doi:10.1057/jdg.2014.6, p. 2.
- **JAMET (V.)**, « La transparence, la confiance et la modernisation de l'économie, retour sur un étrange combinat alchimique : ' l'entre-deux' et le ' tout ou rien' », *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 40, p. 137.
- **JARROSSON (C.)**, « Les concessions réciproques dans la transaction », *D.* 1997, p. 267.
- **JENSEN (M.-C.)**, **MURPHY (K.-J.)**, « Performance pay and top-management incentives », *Journal of Political Economy*, avril 1990, vol. 98, n° 2, p. 225.
- **JOBERT (L.)**,
  - « Consécration du « say on pay à la française » (À propos de l'article 24.3 du Code révisé de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF) », *RD bancaire et fin.* 2013, n° 5, p. 40.

- « Modalités d'application de la règle say on pay », *RD bancaire et fin.* 2014, n° 2, p. 68.

- **JOHNSON (S.-A.)**, **TIAN (Y.-S.)**, « The value of incentive effects of nontraditional executive stock option plans », *Journal of financial economics*¸ juillet 2000, vol. 57, n° 1, p. 3.
- **JONIN (D.)**, « La protection contre le chômage des dirigeants sociaux », Bull. Joly Sociétés 2011, § 204, p. 927.
- **JOURDAIN (P.)**, « Rapport français », *in La bonne foi*, Travaux de l'association Henri Capitant, Journées nationales, Paris : Litec, 1994, p. 121.
- **JUBAULT (C.)**, « Les codes de conduite privés », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 27.
- **JULIEN (L.-A.)**, « L'interaction entre les motifs de licenciement et de révocation des dirigeants dans la pratique », *Gaz. Pal.* 12 mai 2012, n° 133, p. 1.
- **KEAY (A.)**, « Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight ? », *The Journal of the Society of Legal Scholars*, juin 2014, vol. 34, issue 2, p. 279.
- **KELSEN (H.)**, « La validité du Droit international », *Recueil des Cours de l'Académie de Droit international*, 1932, La Haye, IV, t. 24, p. 124.
- **KESSLER (M.-C.)**, « Politique étrangère et reconfiguration de l'appareil d'État : une illustration de la théorie de l'État poste-moderne selon Jacques Chevallier », *in Mélanges J. CHEVALLIER, Penser la science administrative dans la post-modernité*, Paris : LGDJ-Lextenso, 2013, p. 519.
- **KHENISSI (M.)**, « Rémunération des dirigeants et performance financière : une étude française », 17 juin 2013, disponible sur http://halshs.archivesouvertes.fr/docs/00/83/46/08/PDF/RA_munA_ration_des_dirigeants_et_performance_financiA_re.pdf.
- **KIMBRO (M.-B.)**, **XU (D.)**, « Shareholders have a say in executive compensation: evidence from Say-on-Pay in the United States », 1er avril 2013, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2209936.
- **KLEIN (J.)**, « L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes », *JCP* G 2015, n° 15, p. 738.
- **KLEIN (P.)**, « Projet de loi Macron. Quel avenir pour les retraites « chapeau » ? », *JCP* E, 2015, n° 28, 1351, p. 51.

- **KLING (D.)**, **HUET (N.)**, « Juridiction ad hoc - Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ? », *JCP* G 2014, n° 16, 493, p. 819.
- **KRONLUND (M.)**, **SANDY (S.)**, « Does shareholder scrutiny affect executive compensation? Evidence from say-on-pay voting », 15 avril 2015, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2358696.
- **KULLMANN (J.)**, « Amendes pénales et amendes administratives infligées au dirigeant : pour une assurance raisonnée », *JCP* E 2009, n° 10, 1226, p. 39.
- **LA PORTA (R.)**, **LOPEZ-DE-SILANE (F.)**, **SHLEIFER (A.)**, **VISHNY (R.-W.)**, « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, 1998, vol. 106, n° 6, p. 1113.
- **LABARTHETTE (D.)**, « Les plans de stock-options à l'épreuve des attributions gratuites d'actions », *JCP E* 2006, n° 14, 1576, p. 679.
- **LACOMBE (B.)**, « Haro sur les *management fees* ? », *LPA* 23 mai 2014, n° 103, p. 4.
- **LAITHIER (Y.-M.)**, « Les règles relatives à l'inexécution des obligations contractuelles », *JCP* G 2015, supplément au n° 21, p. 47.
- **LAMBERT (R.)**, **LARCKER (D.)**, « Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth », *Journal of Accounting and Economics*, avril 1985, vol. 7, issues 1–3, p. 179.
- **LAMÈTHE (D.)**, « Les paradoxes des administrateurs indépendants », *D*. 2010, p. 508.
- **LAPARDE (F.-M.)**,
  - « La rémunération des dirigeants sociaux au travers d'instruments financiers », *Bull. Joly Sociétés* 2008, §117, p. 542.
  - « Vices et vertus du say on pay », *Option Finance* 2013, n° 1224, p. 28.
  - « Le tribunal des marchés financiers à la lumière du rapport Coulon (tentative de synthèse) », *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112e2, p. 141.
- **LARCKER (D.-F.)**, **MCCALL (A.-L.)**, **ORMAZABAL (G.)**, **TAYAN (B.)**, « Ten Myths of Say on Pay », *Rock Center for Corporate Governance*, 28 juin 2012, n° CGRP-26, p. 1.
- **LATHELIZE-BONNEMAIZON (M.)**, « Bilan et perspective du devoir de loyauté en droit des sociétés », *LPA* 23 juin 2000, n° 125, p. 7.
- **LAUGIER (M.)**, « L'introuvable responsabilité du dirigeant social envers les tiers pour fautes de gestion ? », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 261, p. 1231.
- **LE CANNU (P.)**,
  - « Rémunérations des dirigeants de société anonyme et contrôle des conventions », *Bull. Joly Sociétés*, 1996, § 203, p. 567, n° 3.

- « Le principe de contradiction et la protection des dirigeants », *Bull. Joly Sociétés,* 1996, § 2, p. 11
- « Les rémunérations des dirigeants de sociétés commerciales », *in Mélanges AEDBF-France I*, Paris : la Revue Banque, 1997, p. 247.
- « Des questions sans réponse », *in Mélanges Y. GUYON*, Paris : Dalloz, 2003, p. 604.
- « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 : généralités », *RTD com.* 2004, p. 530.
- « L'encadrement de certains éléments de rémunération, indemnités et avantages accordés aux dirigeants », *RTD com*. 2005, p. 764.
- « L'encadrement des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2007, p. 465.
- « La rémunération des dirigeants de société : les tendances du moment », *Rj com*. novembre / décembre 2012, n° 6, p. 3.
- « Les retraites chapeau, bref état des questions », *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113k5, p. 209.

- **LE CANNU (P.)**, **DONDERO (B.)**,
  - **«** *Docere ignorantem* - retour sur les questions écrites », *RTDF* 2006, n° 3, p. 109.
  - « Encadrement des parachutes dorés par la loi TEPA », *RTD com*. 2007, p. 764.
  - « Parachutes dorés : une réglementation (supplémentaire) est-elle nécessaire ? », *RTDF* 2007, n° 2, p. 72.
  - « Les recommandations de l'IFA : une tentative de synthèse des normes de gouvernement d'entreprise », *RTDF* 2007, n° 3, p. 107.
  - « Décret d'application complétant l'encadrement des parachutes dorés par la loi TEPA », *RTD com*. 2008, p. 584.
  - « Recommandations AFEP- MEDEF sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », *RTD com*. 2008, p. 791.
- **LE FUR (A.-V.)**, « Faut-il faire de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers un tribunal des marchés financiers ? », *in Droit bancaire et financier* : *Mélanges AEDBF-France VI*, Paris : la Revue Banque, 2013, p. 335.
- **LE FUR (A.-V.)**, **SCHMIDT (D.)**,
  - « Il faut un tribunal des marchés financiers », *D*. 2014, p. 551.
  - « Ne bis in idem : et les PSI ? », *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112j6, p. 193.
  - « Sanctions des abus de marché : « l'aiguillage », source de déraillements », *D*. 2015, p. 1450.

- **LE MAUX (J.)**, **TCHOTOURIAN (I.)**, « Approche critique du say on pay. Premières leçons d'une analyse substantielle sur les orientations contemporaines du droit des sociétés », *RIDE* 2013, n° 4, p. 557.
- **LE NABASQUE (H.)**,
  - « Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés », *RTD com.* 1999, p. 273.
  - « La loi oblige-t-elle à révéler le nom des bénéficiaires des stock-options ? », *JCP* E 2000, n° 4, p. 116.
  - « Commentaire des principales dispositions de la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques intéressant le droit des sociétés », *LPA* 6 juillet 2001, n° 134, p. 4.
  - **LE NABASQUE (H.)**, « Notion de mandataire social en matière de transparence des rémunérations », *RD bancaire et fin*. 2002, n° 4, p. 166.
  - « Commentaire des principales dispositions de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 185, p. 859.
  - « La complexité sied aux conventions réglementées », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 445.
- **LE NABASQUE (H.)**, **LEBLOND (J.)**, « Les pouvoirs respectifs de l'assemblée générale, du conseil d'administration, du président-directeur général et du directeur-général adjoint dans la doctrine institutionnelle », *Gaz. Pal.* 1957, I, p. 29.
- **LECOURT (B.)**,
  - « L'avenir du droit français des sociétés : que peut-on encore attendre du législateur européen ? », *Rev. sociétés* 2004, p. 223.
  - « La loi DDAC du 3 juillet 2008 réformant le code de commerce dans ses dispositions relatives au gouvernement d'entreprise, aux fusions internes, à la SARL et à la SE », *Rev. Sociétés* 2008, p. 563.
  - « Rémunérations des dirigeants sociaux : la Commission européenne publie deux recommandations », *Rev. sociétés* 2009, p. 433.
  - « Application des règles relatives au gouvernement d'entreprise au sein de l'Union européenne », *Rev. sociétés* 2010, p. 127.
  - « Un nouveau plan d'action en droit européen des sociétés », *Rev. sociétés* 2013, p. 121.
  - « Droit des sociétés de l'Union européenne », *Rép. dr. européen*, juin 2014, n° 257.

- « Le gouvernement d'entreprise dans les banques : lorsque le droit des sociétés doit s'adapter au droit bancaire », *Rev. sociétés* 2014, p. 335.
- « Réflexions sur la simplification du droit des affaires », *RTD com.* 2015, p. 1.

- **LEDOUBLE (D.)**, « Perte de chance : pour sortir des formules creuses », *RTDF* 2011, n° 1/2, p. 87.
- **LENHOF (J.-B.)**, « "Affaire Regina Rubens", la responsabilité civile de droit commun au secours des petits actionnaires », *Lexbase Hebdo*, 2007, n° 276.
- **LEPAGE (A.)**, « Les sanctions en droit pénal des affaires », *in* C. CHAINAIS, D. FENOUILLET (dir.), *Les sanctions en droit contemporain (La sanction, entre technique et politique)*, Paris : Dalloz, 2012, vol. 1, p. 95.
- **LEPOUTRE (E.)**, « Les sanctions des abus de minorité et de majorité dans les sociétés commerciales », *Dr et patrimoine*, décembre 1995, p. 68.
- **LEROY (P.-H.)**, « Sur quelques questions relatives au vote en assemblée générale », *Dr. Société* 2014, n° 7, p. 4.
- **LESIEUR (G.)**, **NGUYEN (P.)**, « Rémunération des dirigeants : les informations à transmettre », *LPA* 22 octobre 2004, n° 212, p. 3.
- **LETRÉGUILLY (H.)**, « La liste d'initiés, dernière pièce du dispositif de prévention des opérations d'initiés », *RTDF* 2006, n° 2, p. 28.
- **LI (T.)**,
  - « Outsourcing corporate governance: Conflicts of interest within the proxy advisory industry », 28 décembre 2014, p. 1, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2287196.
  - « Conflicts of interest within the proxy advisory industry », *Ethical boardroom*, 20 janvier 2015, disponible sur http://ethicalboardroom.com/activism/conflicts-interest-within-proxy-advisory-industry/.
- **LIEDER (J.)**, **FISCHER (P.)**, « The say-on-pay movement: Evidence from a comparative perspective », *European Company and Financial Law Review*, 2011, vol. 8, issue 3, p. 376.
- **LIENHARD (A.)**,
  - « Loi de sécurité financière : quoi de neuf pour les sociétés ? », *D.* 2003, p. 1996.
  - « Présentation de l'ordonnance réformant les valeurs mobilières », *D.* 2004, p. 1956.
  - « Parachutes dorés des dirigeants : publicité des rémunérations », *D.* 2008, p. 1333.
- **LII (Y.-S.)**, **LEE (M.)**, « Doing right leads to doing well: When the type of CSR and reputation interact to affect consumer evaluations of the firm », *Journal of Business Ethics*, janvier 2012, vol. 105, issue 1, p. 69.

- **LOISEAU (G.)**, « La tyrannie de la transparence », *D.* 2015, p. 153.
- **LUCAS (F.-X.)**,
  - « Retour sur la notion de valeur mobilière », *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 185, p. 765.
  - « L'avenir de la révocabilité *ad nutum* des dirigeants sociaux », *Dr. Sociétés* 2001, n° 11, Rep. 100010, p. 3.
  - « Loi de sécurité financière, corporate governance ou poudre aux yeux », *Dr et patrimoine*, janvier 2004, p. 54.
  - « Questions écrites aux dirigeants et abus de droit », *Dr. Sociétés* 2004, n° 10, repère. 9, p. 3.
- **LUCAS (F.-X.)**, **NEAU-LEDUC (P.)**, « Mise à disposition d'actions à des administrateurs ou à des membres du conseil de surveillance », *Actes prat. ing. sociétaire*, novembre-décembre 1999, p. 7.
- **LUKE (A.)**, « La gouvernance d'entreprise en Allemagne entre Aktiengesetz et nouveau Code de conduite », *Gaz. Pal*. 29 novembre 2003, n° 333, p. 23.
- **LUTTER (M.)**, « Le Code de bonne conduite allemand du gouvernement d'entreprise: une introduction », *Rev. sociétés* 2002, p. 667.
- **LYON-CAEN (G.)**, « Encore la rémunération des PDG », *D. aff*. 1996.
- **MAASSEN (G.-F.)**, **VAN DEN BOSCH (F.-A.-J.)**, **VOLBERDA (H.)**, « The importance of disclosure in corporate governance self-regulation across Europe: A review of the Winter report and the EU action plan », *International Journal of Disclosure and Governance*, 2004, vol. 1, n° 2, p. 146.
- **MACNEIL (I.)**, **LI (X.)**, « Comply or Explain: market discipline and non-compliance with the combined code », *Corporate Governance: An International Review*, septembre 2006, vol. 14, n° 5, p. 486.
- **MAETZ (C.-A.)**, « Des retraites chapeau aux dispositifs publicitaires dans les enceintes sportives », *JCP* E 2015, n° 37, 1418, p. 57.
- **MAGNAN (M.)**, **ROUSSEL (P.)**, **SAINT-ONGE (S.)**, **TREPO (G.)**, « La rémunération des dirigeants d'entreprise : débats, enjeux et bilans », *in* J.-M. PERETTI, P. ROUSSEL, (dir.), *Les rémunérations : politiques et pratiques pour les années 2000* , Paris, Vuibert, coll. Entreprendre, 2000, p. 316.
- **MAGNIER (J.-L.)**, « Tout ce qui est excessif est insignifiant ou du bon usage des indemnités de départ », *Gaz. Pal.* 29 novembre 2008, n° 334, p. 5.

- MAGNIER (V.),

- « Réception du droit américain dans l'organisation interne des sociétés commerciales », *Arch. phil. droit* 2001, t. 25, p. 213.
- « Les conflits d'intérêts dans les *Principles of corporate Governance* », *in* V. MAGNIER (dir.), *Les conflits d'intérêts dans le monde des affaires, un Janus à combattre ?*, Paris : PUF, Coll. CEPRISCA, 2006, p. 139.
- « Indemnisation boursière et préjudice des investisseurs », *D.* 2008, p. 558.
- « Le principe « se conformer ou s'expliquer », une consécration en trompe l'œil ? », *JCP* E 2008, n° 23, 280, p. 3.
- « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation méthodologique complexe », *in* V. MAGNIER (dir.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 248.
- « Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité », *JCP* E 2010, n° 9-10, 1234, p. 24.
- « Mouvements et inerties en matière de conflits d'intérêts dans le cadre du droit des sociétés », *JCP* G 2011, n° 52, 7, p. 34.
- « Encadrement des rémunérations des dirigeants : le secteur public… avant le privé ? », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 352, p. 606.
- « Qu'est-ce qu'un administrateur « prudent et diligent » ? », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 7, p. 75.
- « Le nouveau code de gouvernement d'entreprise des sociétés est arrivé ! », *Actes prat. ing. sociétaire*, septembre-octobre 2013, p. 1.
- « Le UK Coroporate Governance code », *JCP* E 2013, n° 47, 1642, p. 65.
- « Gouvernance des sociétés cotées », *Rép. sociétés*, janvier 2014, n° 54.
- « Du choc de simplification au poids des réformes », *Rev. Lamy. dr. aff.* 2014, n° 29, p. 3.

- MAGNIER (V.), PACLOT (Y.),

- « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *D.* 2009, p. 1027.
- « La gouvernance d'entreprise en France, vingt ans après… », *in Mélanges M. GERMAIN*, Paris : L.G.D.J, LexisNexis, 2015, p. 491.
- « Les nouveaux modes d'élaboration des règles commerciales », *in* P. BLOCH, S. SCHILLER (dir.), *Quel code de commerce pour demain ?*, Actes du colloque organisé par l'Institut de recherche en droit des affaires le 30 mars 2007, Paris : Litec, 2007, p. 3.

- **MAISON-BLANCHE (C.)**,
  - « L'investisseur raisonnable, un concept mou à des fins répressives », *RTDF* 2009, n° 4, p. 51.
  - « Les agences de conseil en vote : réflexion sur l'encadrement des pratiques », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 447.
- **MALAURIE (P.)**,
  - « La révolution des sources », *Defrénois* 2006, n° 20, p. 1552.
  - « Transparence financière et réforme institutionnelle », 22 août 2008, n° 169, p. 3.
- **MALECKI (C.)**,
  - « Cumul des mandats : la réforme de la loi NRE », *D.* 2002 p. 3066.
  - « Cumul des mandats sociaux et cumul des dérogations : quel décompte ? », *D.* 2002, p. 3194.
  - « Règles du cumul global de mandats : les précisions du projet de loi de sécurité financière », *D.* 2003, p. 1418.
  - « La loi Breton et les rémunérations des dirigeants sociaux : le long chemin vers la transparence », *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 263, p. 1194.
  - « L'actionnaire sans frontières et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 266, p. 927.
  - « Régulation financière : les codes d'entreprise feront-ils grise mine ? », *D.* 2009 p. 1095.
  - « La synthèse des réponses du Livre Vert « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE » : la *soft law* et la *self-regulation* plébiscitées », *Bull. Joly Sociétés* 2012, §71, p. 94.
  - « Structure de gouvernance de l'entreprise : critères de décisions : Les 16 bonnes pratiques de l'IFA », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 122, p. 242.
- **MANIÈRE (P.)**, « Proposition pour ''bien'' payer les dirigeants », *Problèmes économiques*, n° 2.936, 5 décembre 2007, p. 18.
- **MANIN (F.)**, **JEULAND (E.)**, « Les incertitudes du référé injonction de faire en droit des sociétés », *Rev. sociétés* 2004, p. 1.
- **MANSUY (F.)**, « La notion d'emploi effectif et ses conséquences sur le maintien du contrat de travail des dirigeants sociaux », *Rev. sociétés* 1987, p. 4.
- **MARCHAND (J.)**, « Réflexions sur le principe de transparence », *Revue du droit public et de la science politique en France et à l'Étranger*, 1er mai 2014, n° 3, p. 677.

- **MARLY (P.-G.)**, « La faute dans l'assurance de responsabilité des dirigeants », *JCP* E 2006, n° 12, 1490, p. 568.
- **MARRAUD DES GROTTES (A.)**, « Les dirigeants, le management, et leur entourage sous surveillance », *Dr et patrimoine*, mars 2006, p. 54.
- **MARSIN-ROSE (R.)**, « Regards sur l'obligation de non-concurrence en droit des sociétés », *JCP* E 2012, n° 48, 1713, p. 22.
- **MARTIN (D.)**,
  - « De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur », *Banque et Droit*, novembre-décembre1999, n° 68, p. 3.
  - « L'intérêt des actionnaires se confond-il avec l'intérêt social ? » *in Mélanges D. SCHMIDT*, Paris : Joly éd., 2005, p. 359.
  - « Choc de simplification : Nouvelle incantation ou réelle révolution ? », *JCP* G 2013, n° 25, 77, p. 1249.
  - « La responsabilité des membres des comités du conseil », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 136.
- **MARTIN (D.)**, **FALLET (C.)**, « Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote », *Actes prat. ing. sociétaire*, juillet-août 2011, p. 1.
- **MARTIN (J.-F.)**, « Les membres du conseil de surveillance sont-ils des dirigeants sociaux au sens de la loi du 25 janvier 1985 ? », *Gaz. Pal.* 15 janvier 1991, p. 24.
- **MARTINEAU-BOURGNINAUD (V.)**,
  - « Le mythe de la transparence en droit des sociétés : Réflexions sur les stock-options accordées aux mandataires sociaux », *D.* 2004, p. 862.
  - « Densification normative et éthique des affaires », *in* C. THIBIERGE (dir.), *La densification normative : découverte d'un processus*, Paris : Mare & Martin, 2013, p. 813.
- **MASCALA (C.)**, « Nouvelles illustrations de la notion de dirigeant de fait », *RTD com.* 2001, p. 24.
- **MATHEZ (H.)**, « En matière de gouvernance des sociétés cotées, la perfection n'est probablement pas de ce monde », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 190, p. 373.
- **MATHIEU (G.)**, « L'acte contraire à l'intérêt social en matière d'abus de biens sociaux, *Gaz. Pal.* 2 juillet 2002, n° 183, p. 7.
- **MATSOPOULOU (H.)**, « Les propositions sur la dépénalisation de la vie des affaires », *Rev. sociétés* 2008, p. 1.
- **MAZEAU (D.)**,

- « La révision du contrat », *LPA* 30 juin 2005, n° 129, p. 4.
- « Pour que survive la cause en dépit de la réforme ! », *Dr. et Patrimoine*, octobre 2014.

- **MAZEAUD (D.)**, **GENICON (T.)**, « Protection des professionnels contre les clauses abusives », *RDC* 2012.
- **MAZEAUD (P.)**, « Vœux du Président du Conseil constitutionnel, M. Pierre Mazeaud, au Président de la République », *Cahiers du Conseil constitutionnel*, juillet 2005, n° 18.
- **MEIER (O.)**, « La gouvernance dans tous ses états », *in* O. MEIER, G. SCHIER (dir.), *Gouvernance, éthique et RSE*, Paris : Lavoisier, 2009, p. 15.
- **MEKKI (M.),**
  - « Propos introductifs sur le droit souple », Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 1.
  - « Introduction à la notion de conflits d'intérêts », *in Les conflits d'intérêts*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XVII, Paris : Dalloz, 2013, p. 3.
- **MERVILLE (A.-D.)**,
  - « Transactions des dirigeants des sociétés cotées sur leurs titres », *in* « Chronique de droit financier n° I (1ère partie) », *LPA* 29 octobre 2002, n° 216, p. 4.
  - « L'achat et la vente de titres par les dirigeants : convergences et divergences des droits français et anglo-saxons », *in Mélanges AEDBF IV*, 4e éd., Paris : Revue Banque, 2004, p. 241.
  - « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *in Droit bancaire et financier* : *Mélanges AEDBF-France VI*, Paris : la Revue Banque, 2013, p.479.
- **MESSAÏ-BAHRI (S.)**, « Le régime juridique des parachutes dorés », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 114, p. 521.
- **MESTRE (J.)**, **VELARDOCCHIO (D.)**, « Loi NRE : réformes du droit des sociétés commerciales », *Rev. Lamy dr. aff.* 2001, n° 40, p. 49.
- **MICHAUD (F.)**, « L'évolution du vocabulaire de la rémunération du travail à Marseille d'après les contrats d'apprentissage et d'embauche », *in* P. BECK, P. BERNARDI, L. FELLER (dir.), *Rémunérer le travail au Moyen Âge : pour une histoire sociale du salariat*, Paris : Picard, 2014, p. 200.
- **MIR (J.-M.)**, « Restructuration et consultation du comité d'entreprise : de nouvelles adaptations », *LPA* 31 mars 2005, n° 64, p. 31.

- **MITTELETTE (O.)**, « L'obligation de déclaration des transactions des dirigeants », *Banque et droit*, septembre 2006, n° 108, p. 27.
- **MOISSET (J.-P.),** « L'argent de l'Église catholique depuis 1905 », *in* AGLAN (A.), FEIERTAG (O.) et MAREC (Y.) (dir.), *Les français et l'argent : Entre fantasme et réalité,* Presse universitaire de Rennes, coll. Histoire, 2011, p. 55.
- **MONEM (R.)**, **NG (C.)**, « Australia's 'Two-Strikes' Rule and the Pay-Performance link: are shareholders judicious? », *Journal of Contemporary Accounting & Economics,* décembre 2013, p. 237.
- **MONSALLIER (M.-C.)**, *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme*, Paris : L.G.D.J, 1998, p. 319, n° 764.
- **MONTÉRAN (T.)**, **SIMONNOT (M.)**, « L'impact des procédures collectives sur la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 46.
- **MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS (M. D.-P.)**, « La transparence des rémunérations des dirigeants des sociétés anonymes cotées : Une analyse de droit comparé », *in* É. BLARY-CLÉMENT, J.-C. DUHAMEL (dir.), *2001-2010 Dix ans de transparence en droit des sociétés*, Arras : Artois Presse Université, 2011, p. 57.
- **MORET-BAILLY (J.)**, « Définir les conflits d'intérêts », *D.* 2011, p. 1100.
- **MOSSER (L.)**, « La cupidité en droit des sociétés », *Gaz. Pal*. 31 décembre 2013, n° 365, p. 16.
- **MOUBSIT (H.)**, « Réflexion sur le projet d'ordonnance portant transposition de la directive relative au droit de vote des actionnaires », *LPA* 29 juillet 2010, n° 150, p. 10.
- **MOUIAL-BASSILANA (E.)**, « L'articulation de la période suspecte et des différentes procédures après la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005 », *D.* 2006, p. 1959.
- **MOULIN (J.-M.)**,
    - « L'encadrement juridique des activités des analystes financiers et des agences de notation », *RD bancaire et fin*. 2004, n° 2, p. 141.
    - « L'actionnaire, le vote et l'abstention », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 252, p. 386.
    - « Propos introductifs sur le droit de vote de l'actionnaire », *RTDF* 2011, n° 4, p. 5.
    - « Des conseils à la recherche d'une meilleure efficacité », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 78.
    - « Obligation de non-concurrence et dirigeants sociaux », *Journ. sociétés*, décembre 2014, n° 125, p. 16.
    - « La force normative du code AFEP-MEDEF », *in Mélanges M. GERMAIN*, Paris : L.G.D.J, LexisNexis, 2015, p. 597.

- **MUKA TSHIBENDE (L.-D.)**, « Les innovations du Code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Journ. sociétés*, janvier 2014, n° 115, p. 45.
- **MULLER-LAGARDE (Y.)**,
  - « La bonne foi : Peau de chagrin du droit pénal des affaires », *Gaz. Pal.* 17 mars 2009, n° 76, p. 26.
  - « Les sanctions pénales de la rémunération excessive du dirigeant social », *Rev. Lamy. dr. aff.* 2009, n° 34, p. 61.
- **MULLER-LAGARDE (Y.)**, **FORTIS (E.)**, « Droit pénal de l'entreprise », *JCP* E, 2006, 2370, p. 1577.
- **NAVARRO (J.-L.)**, « L'obligation de non-concurrence en droit des sociétés », *Journ. sociétés*, octobre 2013, n° 112, p. 39.
- **NICOLAS (E.)**, « La notion de faute séparable des fonctions des dirigeants sociaux à la lumière de la jurisprudence récente », *Rev. sociétés* 2013, p. 535.
- **NILI (Y.)**, « Supreme Court upholds fraud-on-the-market presumption in Halliburton », *HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 24 juin 2014, disponible sur http://corpgov.law.harvard.edu/2014/06/24/supreme-court-upholds-fraud-on-the-market-presumption-in-halliburton/.
- **NITSCH (N.)**, « L'inflation législative et ses conséquences », *Arch. phil. droit* 1982, t. 27, p. 161.
- **NOTTÉ (G.)**,
  - « La notion de dirigeant de fait au regard du droit des procédures collectives », *JCP* CI. 1980, n°8560, p.77.
  - « Dirigeant de sociétés anonymes : cumul des mandats », *Dr. Sociétés* 2002, n° 12, chron. 14, p. 7.
  - « Exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *JCP* E 2010, n° 50, 679, p. 6.
- **NOUEL (C.)**, « Loi de finances pour 2014 et loi de finances rectificative pour 2013 », *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111, p. 47.
- **OLCZAK-GODEFERT (G.)**, **BONNET (C.)**, « Rémunération variable : le difficile équilibre entre exigence de flexibilité et protection du salaire », *Revue de jurisprudence sociale* 2012, n° 8-9, p. 571.
- **OLIVIER (G.)**, « Attribution gratuite d'actions : focus sur quelques difficultés d'application », *Gaz. Pal.* 6 septembre 2008, n° 250, p. 2.

- **OMAGGIO (A.)**, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ? », *JCP* E 2009, n° 46, 2065, p. 29.
- **OPPETIT (B.)**, « Les principes généraux en droit international privé », *Arch. phil droit* 1987, t. 32, p. 179.
- **OSMAN (F.)**, « Avis, directives, codes de bonne conduite, recommandations, déontologie, éthique, etc. : réflexion sur la dégradation des sources privées du droit », *RTD civ*. 1995, p. 509.
- **OUTIN-ADAM (A.)**, **REITA-TRAN (A.-M.)**, « Excès et dérives dans l'art de légiférer : Quelques réflexions axées sur le droit des affaires », *D*. 2006, p. 2919.
- **OUTIN-ADAM (A.)**, **SCHLUMBERGER (E.)**, « Soft law et droit des sociétés », *in Mélanges P. BISSARA*, Paris : ANSA, 2013, p. 287.
- **OUTIN-ADAM (A.), COUPET (C.)**, « Conseil d'administration ou directoire et conseil de surveillance : l'état du débat en 2013 », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 87.
- **OWEN (G.)**, « The evolution of corporate governance in Britain », *LPA* 2 août 2007, n° 154, p. 6.
- **PACLOT (Y.)**,
  - « Les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées en question », *D*. 2007, p. 1670.
  - « À propos du décret du 30 mars 2009 sur les rémunérations de certain dirigeants », *RD bancaire et fin.* 2009, n° 2, p. 1.
  - « Intérêt social et rémunérations des dirigeants sociaux », *Journ. sociétés*, octobre 2009, n° 69, p. 69.
  - « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2011, p. 395, n° 4.
  - « Vers l'encadrement des rémunérations dans le secteur privé ! », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 422, p. 690.
  - « Gouvernance d'entreprise : la révision du code AFEP-MEDEF préférée à la loi », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 553.
- **PACLOT (Y.)**, **MALECKI (C.)**,
  - « Le nouveau régime des rémunérations, indemnités et avantages des dirigeants des sociétés cotées », *D*. 2007, p. 2481.
  - « Les rémunérations différées des dirigeants dans les groupes de sociétés après la loi TEPA », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 115, p. 525.

- **PAGNATTARO (M.-A.)**, **GREENE (S.)**, « “Say on Pay”: The movement to reform executive compensation in the United States and European Union », *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2011, vol. 31, p. 539.
- **PAILLUSSEAU (J.)**,
  - « Les fondement du droit moderne des sociétés », *JCP* G 1984, I, 3148.
  - « La modernisation du droit des sociétés commerciales », *D.* 1996, p. 287.
  - « L’efficacité des entreprises et la légitimité du pouvoir », *LPA* 19 juin 1996, n° 74, p. 17.
  - « Entreprise, société, actionnaire, salariés, quels rapports ? », *D.* 1999, p. 157.
- **PALOMINO (F.)**, « Rémunération des dirigeants d’entreprise : que peut-on attendre du say on pay ? », *EDHEC Business School*, novembre 2012, p. 9.
- **PAPOZ (C.)**, « L’audit : un contrôle préventif de l’information », *in* É. BLARY- CLÉMENT (dir), *Transparence et gouvernance : une relecture*, Actes du colloque organisé à l’université de Lille II le 10 décembre 2010, Lille : HELINIA éd., 2011, coll. Colloque et Opinion, p. 117.
- **PARACHKEVOVA (I.)**,
  - « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées : de la morale à la réforme », *RIDE* 2010, n° 2, p. 241.
  - « Les dispositions relatives aux conventions réglementées dans l’ordonnance du 31 juillet 2014 : en attendant la prochaine réforme », *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112, p. 481.
- **PELTIER (F.)**, « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché », *JCP* E 2011, n° 50, 1905, p. 41.
- **PÉRÈS (C.)**, « La réception du droit souple par les destinataires », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l’Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 93.
- **PERINO (M.-A.)**, « Did the Private Securities Litigation Reform Act work? », *University of Illinois Law Review*, 2003, n° 4, p. 913.
- **PERRUCHOT-TRIBOULET (V.)**, « Actualité de la rémunération des dirigeants de sociétés », *in* « Ingénierie patrimoniale », *JCP* N 2013, n° 22, 1153, p. 39.
- **PETIT (B.)**,
  - « La suspension du contrat de travail des dirigeants de société anonyme », *RTD com.* 1981, p. 29.
  - « Le sort du contrat de travail des directeurs généraux », *Dr. social* 1991, p. 463.

- **PETITIER (M.)**, **MELI (T.)**, « Agences de conseil en vote et pouvoirs des assemblées générales de sociétés cotées », *Dr. Sociétés* 2013, n° 6, étude 12, p. 12 ; *JCP* E 2013, n° 15, 1191, p. 20.
- **PETROVIC (B.)**, **LAN (C.)**, « Guide d'application du code AFEP-Medef : quelques guidelines supplémentaires », *Option Finance* 2014, n° 1256, p. 32.
- **PIASTRA (R.)**, « Trop de lois en France... », *D.* 2006, p. 1060.
- **PICHARD-STANFORD (J.-P.)**, « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 4, décembre 2000, p. 143.
- **PIETRANCOSTA (A.)**,
  - « La modernisation des voies de l'harmonisation européenne du droit boursier », *LPA* 6 octobre 2004, n° 200, p. 3.
  - « Concurrence et marchés financiers : croisons les droits ! », *RTDF* 2006, n° 3, p. 71.
  - « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* 2007, n° 3.
  - « Enforcement of corporate governance codes: A legal perspective », *RTDF* 2011, n° 1/2, p. 27.
- **PIETRANCOSTA (A.)**, **POULLE (J.-B.)**,
  - « Le principe appliquer ou expliquer », *RTDF* 2009, n° 4, p. 19.
  - « Le principe appliquer ou expliquer », *in* E. LE DOLLEY (dir.), *Les concepts émergents en droit des affaires*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 377.
- **PIGÉ (B.)**, « Comptes Enron: de quoi s'agit-il ? », *Revue Française de Comptabilité*, avril 2002, n° 443, p. 26.
- **PIROVANO (A.)**, « La "boussole" de la société, Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? », *D.* 1997, p. 189.
- **PISANI (H.)**, « La responsabilité de la société et de ses dirigeants en matière d'information financière », *RTDF* 2010, n° 2, p. 35.
- **PLANTIN (S.)**,
  - « Les fondements du droit moderne des sociétés », *JCP* N 1985, I, 3148, p. 263.
  - « Dispositifs d'intéressement d'un dirigeant à l'augmentation de valeur de son entreprise », *JCP* E 1999, n° 8, p. 356.
  - « L'attribution d'actions gratuites, une alternative séduisante aux plans de stocks options », *JCP* E 2005, n° 13, 524, p. 560.
- **PLANTIN (S.)**, **CASTA (J.-F.)**, **PRIEUR (J.)**, « Actions gratuites : mort annoncée des stock-options ? » *RD bancaire et fin.* 2005, n° 5, p. 58.

- **PONTIER (J.-M.)**, « Pourquoi tant de normes ? », *AJDA* 2007, p. 769.
- **PORACCHIA (D.)**, « Remarques à propos de l'administrateur indépendant et de l'administrateur référent », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 102.
- **PORACCHIA (D.)**, **MARTIN (D.)**, « Regards sur l'intérêt social », *Rev. sociétés* 2012, p. 475.
- **PORTIER (P.)**,
  - « Commentaires sur les recommandations du MEDEF et de l'AFEP sur les parachutes dorés », *JCP* E 2008, n° 24, 2372, p. 22.
  - « La vertu érigée en norme : vingt ans de réglementation des rémunérations des dirigeants », *Bull. Joly Bourse* 2012, § 239, p. 597.
  - « Révision du code de gouvernance d'entreprise AFEP-Medef : une dernière chance donnée à l'autorégulation ? », *Option Finance* 2013, n° 1228, p. 28.
- **POTIN (Y.),** « La rémunération des dirigeants français », *Centre de Ressources en Économie Gestion*, 22 mars 2009, p. 1.
- **POULLE (J.-B.)**,
  - « L'apparition du principe "se conformer ou expliquer" en droit français », *RTDF* 2008, n° 1, p. 41.
  - « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA* 21 janvier 2009, n° 15, p. 6.
  - « La mise à l'épreuve du principe « se conformer ou expliquer » au Royaume –Uni », *JCP* E 2009, n° 5, 1123, p. 43.
  - « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union Européenne », *RTDF* 2009, n° 1/2, p. 73.
- **PRAS (B.)**, **ZARLOWSKI (P.)**, « Obligation de rendre des comptes », *RFG* 2013/8, n° 237, p. 13.
- **PRIEUR (C.-E.)**, « La fixation et le contrôle de la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 20.
- **PUIGELIER (C.)**,
  - « Le président du conseil d'administration devenant salarié et vice versa », *JCP* E 1994, n°19-20, 358, p. 245.
  - « Les incidences du cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social : de trop nombreuses incertitudes », *JCP E* 1992, n° 46, 188, p. 501.
- **QUENTIN (B.)**, **PONS-HENRY (J.-P.)**, « Délit d'initiés. La crise de la quarantaine », *JCP* G 2011, n° 1, 30, p. 67.

- **RAPONE (E.)**, « Le droit français doit-il s'inspirer du droit américain pour réparer le préjudice causé par de fausses informations boursières ? », *JCP* E 2013, n° 6, 1099, p. 32 ; *Dr. Sociétés* 2013, n° 2, étude 4, p. 8 ; *RD bancaire et fin*. 2013, n° 1, étude 3, p. 19.
- **REBOUL (N.)**, « Remarques sur une notion conceptuelle et fonctionnelle : l'*affectio societatis* », *Rev. sociétés* 2000, p. 425.
- **REBUT (D.)**, « L'abus de biens sociaux par abstention », *D.* 2005, p. 1290.
- **REIGNÉ (P.)**,
  - « Révocabilité *ad nutum* des mandataires sociaux et faute de la société », *Rev. sociétés* 1991, p. 499.
  - « La licéité du prêt d'actions à des administrateurs », *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 292, p. 1187.
- **REYGROBELLET (A.)**, « Aspects de droit des affaires de la loi Macron », *JCP* N 2015, n° 63, 1157, p. 67.
- **RICHARD (B.)**, « Enjeux et appréciations de l'indépendance des administrateurs », *Cah. dr. entr*, 2005, n° 5, p. 46.
- **RIFFAULT-SILK (J.)**, « La loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) du 15 mai 2001 », *RSC* 2002, p. 604.
- **RIVES-LANGE (J.-L.)**, « La notion de dirigeant de fait », *D.* 1975, p. 42.
- **ROBINE (D.)**, **MERVILLE (A.-D.)**, « Les apports de la loi de sécurité financière au droit des sociétés : histoire d'un toilettage législatif », *LPA* 14 novembre 2003, n° 228, p. 69.
- **ROBINNE (S.)**, « Retour sur la contrepartie financière à la clause de non-concurrence post-contractuelle en droit commercial », *Journ. sociétés*, décembre 2014, n° 125, p. 30.
- **ROMAN (B.)**, « Les 'golden hellos' : nouvel Eldorado des dirigeants », *JCP* E 2004, n° 25, 925, p. 996.
- **RONTCHEVSKY (N.)**,
  - « Une réaction des institutions communautaires face aux récents scandales financiers : l'adoption de la directive relative aux abus de marché », *RTD com.* 2003, p. 531.
  - « L'utilisation de la notion d'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier », *Bull. Joly. Sociétés* 2010, § 47, p. 355.
- **ROQUILLY (C.)**, « De la conformité réglementaire à la performance : pour une approche multidimensionnelle du risque juridique », *Cah. dr. entr*, 2009, n° 6, p. 19.
- **ROUSSEAU (S.)**, « Le Say on Pay : l'expérience nord-américaine », *RTD com*. 2014, p. 464.
- **ROUSSILLE (M.)**, « Loi relative à la simplification du droit – Warsmann II : dispositions de droit des sociétés (partie II) », *Dr. Sociétés* 2012, n° 5, comm. 80, p. 22.

- **ROUSTANG (F.)**, « La visibilité est un piège », *in* P. ARTIÈRES, J.-F. BERT et *ali*, *Surveiller et punir de Michel Foucault*, Caen : Presses universitaire de Caen, 2010, p. 185.
- **RUMEAU-MAILLOT (H.)**, « Les délais de prescription en droit des sociétés », *Rev. sociétés* 2012, p. 203.
- **RUSTCHMANN (Y.)**, **DE MONÈS (S.)**, **FRANTZ (J.-B.)**, « Réforme du dispositif des attributions gratuites d'actions », *Dr. fisc*. 2015, n° 38, p. 44.
- **SAINT-JOURS (Y.)**, « Les retraites supplémentaires par capitalisation : côté pile et côté face », *Dr. soc*., 1996, p. 627.
- **SAINTOURENS (B.)**,
  - « Le cumul des mandats sociaux au sein de la société anonyme après la loi du 29 octobre 2002 », *Rev. sociétés* 2003, p. 1.
  - « Les réformes du droit des sociétés par les lois du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises », *Rev. sociétés* 2005, p. 527.
- **SALOMON (R.)**,
  - « Le particularisme des infractions boursières », *JCP* E 2000, n° 20, p. 788.
  - « Défense et illustration de l'abus de pouvoirs en droit pénal des sociétés », *Dr. Sociétés* 2012, n° 8, p. 1.
- **SAMUELIAN (M.)**, « Où sont les risques ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, § 212, p. 446.
- **SAURET (A.)**, « La loi en faveur des revenus du travail », *LPA* 9 février 2009, n° 28, p. 6.
- **SAVATIER (R.)**, « L'inflation législative et l'indigestion du corps social », *D*. 1977. 43.
- **SAVAUX (E.)**, « L'introduction de la révision ou de la résiliation pour imprévision », *RDC* 2010, n° 3, p. 1057.
- **SCHAPIRA (J.)**, « L'intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme », *RTD com.* 1971, p. 957.
- **SCHILLER (S.)**,
  - « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *Dr. Sociétés* 2009, n° 8-9, étude 12, p. 6.
  - « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », *LPA* 10 septembre 2010 n° 181, p. 4.
  - « Les nouvelles relations entre États et sociétés », *in* E. LE DOLLEY (dir.), *Les concepts émergents en droit des affaires*, Paris : L.G.D.J, 2010, p. 183.
  - « La direction de l'entreprise familiale en phase de création et de développement, « Mariage difficile d'un despote éclairé et d'une société » », *in La gouvernance des*

entreprise familiales, Actes du colloque organisé à l'université de Paris Dauphine le 17 juin 2010, Paris : Litec, 2011, p. 49.

- « Le contrôle judiciaire de l'information sociétaire », *in* É. BLARY-CLÉMENT (dir.), *Transparence et gouvernance : une relecture*, Actes du colloque organisé à l'université de Lille II le 10 décembre 2010, Lille : HELINIA éd., 2011, coll. Colloque et Opinion, p. 129.
- « Peut-on obtenir la nullité d'une assemblée générale qui viole une disposition légale ou conventionnelle », *Actes prat. ing. sociétaire*, septembre-octobre 2012, p. 7.
- « Formation, information, investigation : un triptyque au service du vote éclairé de l'administrateur », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 125.
- « La fraude, nécessaire *deus ex machina* face à l'évolution du droit des sociétés », *Rev. sociétés* 2014, p. 211.
- « Les fautes des dirigeants sociaux », *in Mélanges M. GERMAIN*, Paris : L.G.D.J, LexisNexis, 2015, p. 753.
- « Les perspectives d'application aux sanctions civiles », *JCP* E 2015, n° 36, 1399, p. 48.

- **SCHILLER (S.)**, **DUCROCQ-PICARROUGNE (N.)**, **GAYET (L.)**, « Le cautionnement par des sociétés civiles ou commerciales dans les groupes familiaux », *JCP* N 2015, n° 12, 1100, p. 24.
- **SCHILLER (S.)**, **KERFANT (A.)** et **MANDELBAUM (J.-F.)**, « Stock-options et actions gratuites : comparaison des régimes juridiques, fiscaux, sociaux et comptables », *Actes. prat. ing. sociétaire*, mars-avril 2008, p. 5.
- **SCHILLER (S.)**, **MAGNIER (V.)**, **ATHLAN (L.)** et *ali*, « Les conventions réglementées dans les groupes de sociétés », *Actes prat. ing. sociétaire*, juillet-août-septembre 2015, p. 4.
- **SCHILLER (S.)**, **MAGNIER (V.)**, **TCHOTOURIAN (I.)** *et ali*, « Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013 », *Actes prat. ing. sociétaire*, mars-avril 2014, p. 5.
- **SCHMIDT (D.)**,
  - « De l'intérêt social », *JCP* E 1995, I, n° 38, 488, p. 361.
  - « De l'intérêt commun des associés », *JCP* E, 1995, n° 48, 404, p. 535.
  - « Les apports de la loi de sécurité financière au droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 62, p. 321.
  - « L'amendement Houillon sur la transparence des rémunérations des dirigeants sociaux », *D.* 2005, p. 1441.
  - « Affaire Sidel : l'indemnisation des actionnaires », *D.* 2006. 2522.

- « De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » *in bonis* », *in Mélanges P. DIDIER, Étude de droit privé,* Paris : Economica, 2008, p. 383.
- « Des 'conventions réglementées' à la publication des transactions entre parties liées », *in Mélanges P. MERLE*, Paris : Dalloz, 2012, p. 645.
- « Conventions réglementées : commentaire du rapport du groupe de travail de l'AMF sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotée », *Rev. sociétés* 2012, p. 139.
- « Essai de systématisation des conflits d'intérêts », *D.* 2013, p. 446.
- « La rémunération des dirigeants sociaux », *Bull. Joly Bourse* 2013, § 30, p. 65.
- « Repenser la responsabilité des administrateurs ? La responsabilité versus rémunération des administrateurs », *RTDF* 2013, n° spécial, p. 134.
- « Dispositions relatives aux conventions réglementées dans les sociétés anonymes », *Rev. sociétés* 2014, p. 616.

- **CHOLASTIQUE (E.)**, « L'administrateur indépendant, quelle indépendance ? », *Cah. dr. entr,* 2005, n° 5, p. 34.
- **SCIBERRAS (J.-C.)**, « 3 question : Les retraites chapeaux », *JCP* E 2014, n° 4, 48, p. 5.
- **SECONDI (J.)**, « La rémunération des dirigeants : le juste prix », *Problèmes économiques*, 5 décembre 2007, n° 2. 936, p. 2.
- **SEIDL (D.)**, « Applying 'comply-or-explain': conformance with codes of corporate governance in the UK and Germany», *Centre for Business Research, University of Cambridge*, juin 2009, Working Paper n° 389, disponible sur https://ideas.repec.org/p/cbr/cbrwps/wp389.html.
- **SERGAKIS (K.)**, « Deconstruction and reconstruction of the "comply or explain" principle in EU capital markets », *Accounting, Economics and Law: A Convivium*, novembre 2014, doi: 10.1515/ael-2014-0007, p. 25.
- **SERGAKIS (K.)**, « ESMA et agences de conseil en vote : un rapprochement délicat à la recherche d'une transparence volontaire », *Bull. Joly Bourse* 2013, § 76, p. 198.
- **SEXER (Y.)**, « Aspects pratiques des attributions d'actions gratuites », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 137, p. 642.
- **SHEEHAN (K.)**,
    - « Is the outrage constraint an effective constraint on executive remuneration? Evidence from the UK and preliminary results from Australia », 18 mars 2007,

disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=974965&download=yes.

- « Say on Pay and the outrage constraint », 20 septembre 2010, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1679622.

- **SIKORSKI (D.)**, « The Rich-Poor Gap: A Synopsis », *Science Journal of Sociology and Anthropology*, mars 2015, vol. 2015, doi:10.7237/sjsa/203.
- **SIMON (J.)**, « Le concept de gouvernance. Le code de gouvernance AFEP-MEDEF », *Gaz. Pal.* 28 août 2014, n° 240, p. 20.
- **SOBCZAK (A.)**, « L'obligation de publier des informations sociales et environnementales dans le rapport annuel de gestion : une lecture critique de la loi NRE et de son décret d'application », *JCP* E 2003, n° 14, 542, p. 598.
- **SONEAN**, « The social dependence of independent directors in Europe's largest companies », février 2015, http://www.sonean.com/uploads/media/20744_SONEAN_Whitepaper_Feb_2015_en_final_Web_01.pdf.
- **SORDINO (M.-C.)**, « Aménagements conventionnels et révocation *ad nutum* des dirigeants de société anonyme », *in Mélanges C. MOULY*, Paris : Litec, 1998, Tome 1, p. 245.
- **SOUSI (G.)**, « Intérêt du groupe et intérêt social (Réflexion à propose d'un jugement rendu par le tribunal de grande instance de Paris le 16 mai 1974 dans l'affaire Willot-Saint-Frères) », *JCP* CI, 1975, 11816, p. 381.
- **SPINDLER (G.)**, « Remuneration of directors of stock corporations in Germany current status and perspectives », *RTDF* 2013, n° 4 / 2014, n° 1, p. 19.
- **SPITZ (N.)**, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », *RTDF* 2010, n° 2, p. 60.
- **STASIAK (F.)**, « Autorités administratives indépendantes », *Rép. pén*, janvier 2013, n° 174. **DRUMMOND (F.)**, « Le fabuleux destin de la règle *non bis in idem* », *Bull. Joly Bourse* 2014, § 111z0, p. 605.
- **STOFFEL-MUNCK (P.)**, « Les clauses abusives, on attendait Grouchy », *Dr. et patrimoine*, octobre 2014, p. 56.
- **STORCK (M.)**,
    - « Gouvernement d'entreprise et gestion collective », *in Mélanges J. BÉGUIN*, *Droit et actualité*, Paris, Litec, 2005, p. 701.

- « L'AMF rappelle son attachement au vote de tous les actionnaires et publie une recommandation relative aux agences de conseil en vote », *RD bancaire et fin.* 2011, n° 3, p. 70.
- « Recommandation AMF n° 2011-06 du 18 mars 2011 sur les agences de conseil en vote », *RTD com*. 2011 p. 380.
- « Le risque, 10 ans après l'affaire Enron », *JCP* E 2012, n° 24, 1393, p. 58.

- **SYLVESTRE (S.)**, « La rémunération « d'activité » des dirigeants : brèves observations en faveur d'une réforme », *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 116, p. 532.
- **TALLON (D.)**, « La révision du contrat pour imprévision au regard des enseignements récents du droit comparé », *in Mélanges A. SAYAG*, Paris : Litec, 1997, p. 403.
- **TAURAN (T.)**, « Les règles régissant les cumuls en matière de Sécurité sociale - Cumul de diverses prestations ou cumul de prestations et d'une rémunération d'activité », *Dr. social* 2010, n° 3, p. 316.
- **TCHOTOURIAN (I.)**,
  - « La sanction des conflits d'intérêts à travers la déloyauté : approche française et nord-américaine du devoir de loyauté des dirigeants », *Bull. Joly. Sociétés* 2008, n° 2, § 77, p. 599.
  - « La transparence au service de l'éthique ? Les évolutions juridiques françaises et canadiennes en matière de rémunération des dirigeants de sociétés cotées », *Revue internationale de psychosociologie* 2008/33, vol. XIV, p. 175.
  - « Définition des meilleures pratiques concernant la rémunération des dirigeants sociaux par le Forum européen », *D*. 2009, p. 1076.
  - « L'entreprise ''surencadrée'' : l'illustration de la rémunération des dirigeants d'entreprise », *in* D. BESSIRE, L. CAPPELLETTI, B. PIGÉ (dir.), *Normes : Origines et Conséquences des Crises*, Paris : Economica, 2010, p. 71.
  - « Modernisation du droit européen des sociétés : transparence, engagement et croissance comme objectifs », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 61, p. 106.
- **TELLER (M.)**, « L'information des sociétés cotées et non cotées : une évolution certaine, de nouveaux risques probables », *RTD com.* 2007, p. 17.
- **TERRÉ (F.)**,
  - « Pitié pour les juristes ! », *RTD civ*. 2002, p. 247.
  - « Forces et faiblesse de la norme », *in* C. THIBIERGE (dir.), *La force normative. Naissance d'un concept,* Paris : L.G.D.J, 2009, p. 19.

- **THEIMER (A.)**, « Contrat de travail et mandat social dans les groupes de sociétés », *LPA* 3 juillet 1996, n° 80, p. 19.
- **THÉRON (J.)**, « Éthique de la gouvernance » *in* « Chronique Éthique de l'entreprise (1ère partie) », *LPA* 19 août 2014, n° 165, p. 6.
- **THIBIERGE (C.)**,
  - « Le droit souple : Réflexion sur les textures du droit », *RTD civ*. 2003 p. 599.
  - « Sources du droit, sources de droit : une cartographie », *in Mélanges P. JESTAZ, Libres propos sur les sources du droit*, Paris : Dalloz, 2006, p. 526.
  - « Le concept de force normative », *in* C. THIBIERGE (dir.), *La force normative. Naissance d'un concept*, Paris : L.G.D.J, 2009, p. 813.
  - « Rapport de synthèse », *in Le droit souple*, Actes du colloque organisé par l'Association Henri Capitant, Journées nationales, Tome XIII, Boulogne-Sur-Mer : Dalloz, 2009, p. 141.

- **THOMAS (R.-S.)**, **PALMITER (A.-R.)**, **COTTER (J.-F.)**,
  - « Dodd-Frank's Say on Pay: will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance? », *Cornell Law Review*, 21 décembre 2011, vol. 97, p. 1218.
  - «The first year of 'say on pay' under Dodd-Frank: An empirical analysis and look forward », *George Washington Law Review*, 2013, vol. 81, n° 3, p. 967.
- **THOMAS (R.-S.)**, **VAN DER ELST (C.)**, « The international scope of Say on Pay », *ECGI*, septembre 2013, n° 227/2013, p. 18.
- **THOMAS (R.-S.)**, **VAN DER ELST (C.)**, **BEASLEY (J.-S.)**, « Say on pay around the world », *Law & Economics*, 20 janvier 2014, n° 14-10, p. 53.
- **TORCK (S.)**, « AMF : Un pas vers la régulation des agences de conseil en vote », *Dr. Sociétés* 2011, n° 7, comm. 134, p. 23.
- **TORCK (S.)**,
  - « L'efficacité comparée du droit et de l'obligation de dénoncer en droit des sociétés et en droit boursier », *in* M. BEHAR-TOUCHAIS (dir), *La dénonciation en droit privé*, Paris : Economica, 2010, p. 17.
  - « Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire », *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 153, p. 334.
  - « Commentaire du rapport Poupart-Lafarge sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly Bourse* 2012, § 93, p. 222.

- « Rapport final de l'ESMA sur les agences de conseil en vote », *Dr. Sociétés* 2013, n° 5, comm. 78, p. 35.
- « Rémunération des dirigeants de sociétés cotées : la régulation plutôt que la moralisation », *Dr. Société* 2013, n° 10, comm. 163, p. 29.

- **TOURNAFOND (O.)**, « Pourquoi il faut conserver la théorie de la cause en droit civil français », *D.* 2008, p. 2607.
- **TRÉBULLE (F.-G.)**, « Stakeholders Theory et droit des sociétés », *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 1, p. 7.
- **TRIGO TRINDADE (R.)**, « Rémunérations abusives des dirigeants en Suisse », *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 156, p. 306.
- **TRÖGER (T.-H.)**, **WALZ (U.)**, « Does Say on Pay matter? Evidence from the German natural experiment », *Goethe Universitat*, 13 mai 2014, disponible sur https://test-intranet.law.ox.ac.uk/ckfinder/userfiles/files/Tobias%20Troger%20paper.pdf.
- **TUNC (A.)**,
  - « Le gouvernement des sociétés anonymes. Le mouvement de réforme aux États-Unis et au Royaume-Uni », *RID comp.* 1994, v. 46, n° 1, p. 59.
  - « La révolution américaine : présentation et application des *principles of corporate governance* », *LPA* 27 septembre 1995, n° 116, p. 5.
  - « Le gouvernement des sociétés anonymes au Royaume-Uni : le rapport du Comité Hampel », *RID comp.* 1998, v. 50, n° 3, p. 912.
- **TURON (M.)**, « Le régime fiscal et social applicable à la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 38.
- **TURON (M.)**, **ERNOULT (S.)**, « Le régime fiscal et social applicable à la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 38.
- **UETTWILLER (J.-J.)**,
  - « Transparence des rémunérations des dirigeants sociaux », *JCP* E 2006, n° 12, 1233, p. 9.
  - « Faut-il repenser le statut du dirigeant d'entreprise ? », *JCP* E 2013, n° 16, 456, p. 796.
- **UETTWILLER (J.-J.)**, **LEGOUT (A.-L.)**, « Les différents éléments composant la rémunération des dirigeants », *Journ. sociétés*, septembre 2012, n° 101, p. 11.
- **URBAIN-PARLEANI (I.)**, « Les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers les actionnaires », *Rev. sociétés* 2003, p. 779.

- **URBAIN-PARLEANI (I.)**, **BOIZARD (M.)**, « L'objectif d'information dans la loi du 24 juillet 1966 », *Rev. Sociétés* 1996, p. 447.
- **URBAN (Q.)**, « Les prêts d'actions à des administrateurs dans la stratégie des groupes de sociétés : une pratique juridique périlleuse », *JCP* G 2000, n° 22, I, 232, p. 1003.
- **VAGTS (D.),** « Challenges to executive compensation: for the markets or the courts? », *Journal of Corporation Law*, janvier 1983, vol. 8, issue 2, p. 231.
- **VALUET (J.-P.)**, « La réforme d'ensemble du régime des stock-options », *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 167, p. 741.
- **VALUET (J.-P.)**, « Options de souscription ou d'achat d'actions : Le rapport du groupe de travail présidé par M. Lévy-Lang », *Bull. Joly Bourse* 1995, § 51, p. 263.
- **VAN OMMESLAGHE (P.)**, « L'autorégulation, rapport de synthèse », *in L'autorégulation*, Actes du colloque organisé le 16 décembre 1992 par l'ADBR et le Centre de droit privé et de droit économique de l'université libre de Bruxelles, Bruxelles : Bruylant, 1995, p. 238.
- **VATINET (R.)**,
    - « Le clair-obscur des stock-options à la française », *Rev. sociétés* 1997, p. 31
    - « Existe-t-il un principe de proportionnalité en droit des sociétés », *LPA*, 30 septembre 1998, n° 117, p. 58.
    - « Des hypothèses de non-cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social », *Rev. sociétés* 1999, p. 273.
    - « Les conventions réglementées », *Rev. sociétés* 2001, p. 561.
    - « La réparation du préjudice causé par les fautes des dirigeants sociaux, devant les juridictions civiles », *Rev. sociétés* 2003, p. 247.
- **VATINET (R.)**, **LEBLANC (R.)**, **MANIÉRE (P.)**, **PORTIER (P.)**, « La rémunération des dirigeants », *Cah. dr. entr*, septembre-octobre 2008, n° 5, p. 11.
- **VELARDOCCHIO (D.)**, « Adoption de la loi Macron : réformes du droit des sociétés », *JCP* E 2015, n° 30, 612, p. 9.
- **VERDAM (A.)**, « An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting », décembre 2006, disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835.
- **VERMOT (C.)**, « Les dirigeants sociaux, rémunération des dirigeants sociaux, aspects sociaux et économiques », *Cah. dr. entr*, 2001, n° 3, p. 13.
- **VEZINET (I.)**, « La position des juges sur l'intérêt social », *Dr et patrimoine*, avril 1997, p. 50.
- **VIANDIER (A.)**,

- « La soumission des indemnités de départ des dirigeants sociaux à la procédure des conventions réglementées », *JCP* E 2005, n° 44-45, 1585, p. 1874.
- **«** Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 », *JCP* E 2007, n° 38, 2129, p. 35.
- « L'administrateur indépendant des sociétés cotées », *RJDA* 6/2008, p. 599.
- « L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux », *JCP* E 2013, n° 29, 1416, p. 22.

- **VIDAL (D.)**, « Les modifications apportées par l'article 17 de la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 au régime des rémunérations, indemnités et avantages à caractère différé en faveur des dirigeants de sociétés anonymes inscrites sur un marché réglementé », *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 311, p. 1147.
- **VIGLIANO (M.-H.)**, **BARRÉ (G.)**, « L'effet de la structure du réseau du dirigeant sur sa rémunération. Le cas français », *RFG* 2010/3, n° 202, p. 97.
- **VON WERDER (A.)**, **TALAULICAR (T.)**, **KOLAT (G.-L.)**, « The German corporate governance code: general acceptance and neuralgic norms – a second look », *International Journal of Public Policy*, 2006, vol. 1, n° 4, p. 435.
- **WAGNER (A.-F.)**, **WENK (C.)**, « Agency versus Hold-up: On the impact of binding Say-on-Pay on shareholder value », *Swiss Finance Institute Research Paper*, 26 février 2015, n° 11-12, p. 1.
- **WDOWIAK (S.)**, « La faute détachable des fonctions, condition de l'action en responsabilité du tiers contre le dirigeant : entre certitudes et hésitations », *Gaz. Pal.* 6 avril 2013, n° 96, p. 8.
- **WEBER (C.)**, « Le concept de gouvernance : Le point de vue du chef d'entreprise », *Gaz. Pal*. 28 août 2014, n° 240, p. 28.
- **WEIL (P.)**, « Vers une normativité relative en droit international », *Revue générale de droit international public* 1982, p. 5.
- **WESTER-OUISSE (V.)**, « Critique d'une notion imprécise : la faute du dirigeant de société séparable de ses fonctions », *D. aff.* 1999, p. 782.
- **WICKER (G.)**, « La période suspecte après la loi de sauvegarde des entreprises», *Rev. Proc. Coll*, 2006, p. 12.
- **YABLON (C.-M.)**, « The historical race competition for corporate charters and the rise and decline of new jersey : 1880-1910 », *The Journal of Corporation Law*, 2007, p. 323.
- **YEO (H.-J.)**, **POCHET (C.)**, **ALCOUFFE (A.)**, « CEO reciprocal interlocks in French corporations », *Journal of management and governance*, 2003, vol. 7, n° 1, p. 87.

- **ZARKA (J.-C.)**, « À propos de l'inflation législative », *D.* 2005, p. 660.
- **ZEIDENBERG (S.)**, « Le renouveau des injonctions de faire », *Dr et patrimoine*, novembre 2001, p. 74.
- **ZENATI (F.)**, « La signification, en droit, de la motivation », *in* S. CAUDAL (dir.), *La motivation en droit public*, Paris : Dalloz, 2013, p. 25.

VI) NOTES DE JURISPRUDENCE, OBSERVATIONS ET CONCLUSIONS

- **AUZÉRO (G.)**, note sous Cass. com., 26 février 2002, n° 98-22753, *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 156, p. 698.
- **BARBIER (H.)**, note sous Cass. soc., 3 mai 2012, n° 10-20998, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 314. p. 562.
- **CHAMPAUD (C.)**, **DANET (D.)**,
  - obs. sous Cass. com., 5 novembre 1991, n° 89-19065, *RTD com.* 1992, p. 818.
  - obs. sous Cass. com., 20 mai 2003, n° 99-17092, *RTD com.* 2003, p. 741.
- **CHONÉ (A.-S.)**, note sous Cass. com., 29 juin 2010, n° 09-67369, *LPA* 24 décembre 2010, n° 256, p. 7.
- **CONTIN (R.)**, note sous CA Paris, 22 mai 1965, *D.* 1968, p.51.
- **DAIGRE (J.-J.)**, note sous Décis. AMF, 27 novembre 2009, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 14, p. 107.
- **DALSACE (A.)**, note sous CA Paris, 24 octobre 1960, *D.* 1961, p. 97,
- **DAMY (G.),** note sous Cass. com., 12 mai 2004, n° 00-15618, *JCP* G 2004, n° 41, II, 10153, p. 1754.
- **DONDERO (B.),**
  - note sous : Cass. com., 20 mai 2003, n° 99-17092, *D.* 2003, p. 2623.
  - note sous Cass. com., 8 février 2011, n° 10-11788, *JCP* E 2011, n° 19, 1367, p. 27.
  - note sous Cass. com., 4 octobre. 2011, n° 10-23398, *Bull. Joly Sociétés*, 2011, § 510, p. 968.
- **GHESTIN (J.)**, note sous Cass. com., 27 février 1996, nº 94-11241, *JCP* G 1996, II, 22665.
- **GUYON (Y.),** note sous Cass. com., 4 juin 1996, n° 94-15238, *JCP* E 1996, II, n° 27, 849, p. 191.

- **HOVASSE (H.)**, note sous Cass. com., 11 octobre 2005, n° 02-13520, *JCP* E 2005, n° 49, 1796, p. 2111.
- **LE CANNU (P.)**, **DONDERO (B.)**, note sous Cass. com., 7 juin 2011, n° 10-17732, *RTD com*. 2011 p. 590.
- **LE CANNU (P.)**,
  - note sous CA Paris, 31 mai 1996, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 337, p. 932.
  - note sous Cass. com., 28 avril 1998, n° 96-10253, *Bull. Joly. Sociétés* 1998, § 263, p. 808.
- **LE NABASQUE (H.)**, note sous Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547, *Rev. sociétés* 2010, p. 230.
- **LIENHARD (A.)**, note sous Cass. com., 11 octobre 2005, n° 02-13520, *D.* 2005, p. 2743.
- **LUCAS (F.-X.)**, note sous Cass. com., 8 mars 2011, n° 10-13988, *Bull. Joly. Sociétés* 2011, § 152, p. 281.
- **MAZEAUD (L.)**, note sous CA Montpellier, 28 novembre 1963, *D*. 1964, p. 483.
- **MESSAÏ-BAHRI (S.)**, note sous Cass. com., 19 avril 2005, n° 02-10256, *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 277, p. 125.
- **REYGROBELLET (A.)**, note sous Cass. com., 3 avril 2013, n° 12-15492, *Rev. sociétés* 2013, p. 560.
- **SAINTOURENS (B.)**, note sous Cass. soc., 17 septembre 2014, n° 13-16172, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 112, p. 10.
- **TORCK (S.)**,
  - note sous Cass. com., 6 mai 2014, n° 13-17632, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112, p. 449.
  - note sous CJUE, 11 mars 2015, n° C-628-13, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113, p. 282.
- **VIANDIER (A.)**, note sous Cass. com., 26 mai 2004, n° 01-03569, *JCP* E, 2004, n° 1344, p. 1447.
- **ZATTARA-GROS (A.-F.)**, note sous Cass. com., 26 octobre 2010, n° 09-71404, *Gaz. Pal*. 16 décembre 2010, n° 350, p. 20.
- **Salvat (X.)**, Avis de l'avocat général sur Cass. crim., 16 mai 2012, n° 11-85150, *Bull. Joly Sociétés* 2012, p. 579, § 306.

VII) DÉCISIONS, ARRÊTS ET JUGEMENTS

Décisions, arrêts et jugements français

Avant 1960

- **Cass. req., 7 décembre 1857**, *D.P.* 1858, p. 111.
- **Cass. civ., 29 janvier 1867**, *D.P.* 1867, I, p.53 ; Cass. com., 2 mars 1993, n° 90-20289, *D.* 1994, p. 11, obs. J. KULLMANN.
- **Cass. civ., 6 mars 1876**, *D.P.* 1876. p. 193, note A. GIBOULOT.
- **CE, 30 mars 1916, *Gaz de Bordeaux***, *D.* 1916, III, p. 25, note M. HAURIOU ; M. LONG, P. WEIL et G. BRAIBANT, *Les grands arrêts de la jurisprudence administrative,* Paris : Dalloz 19e éd., 2013, p. 183.
- **CA Amiens, 12 juillet 1929**, *Journ. Sociétés* 1929, p. 651, note P. CORDONNIER.
- **Cass. civ., 4 décembre 1929**, *S.* 1931, I, p. 49, note P. ESMEIN.
- **Cass. civ., 4 juin 1946**, *JCP* G 1947, II, 3518, note D. BASTIAN.
- **CA Paris, 2 novembre 1954**, *D.* 1954, p. 758.
- **CA Paris, 23 novembre 1955,** *D.* 1956, p. 290, note F. GORÉ.
- **TGI Béthune, 14 décembre 1955**, *D.* 1956, p. 670, note F. GORÉ.
- **Cass. com., 27 octobre 1959**, *D.* 1960, p. 454, note A. DALSACE.
- **Cass. soc., 13 novembre 1959**, *JCP* G 1960, II, n° 11450, note G-H. CAMERLYNCK.
- **CA Paris, 24 octobre 1960**, *D.* 1961, p. 97, note A. DALSACE ; *JCP* G 1961, II, 11972, note D. BASTIAN.

1961 à 1970

- **Cass. com., 18 avril 1961**, n° 59-11394, *Bull. civ.*, III, n° 175; *JCP* G 1961, II, 12164, note D. BASTIAN; *RTD com.* 1961, p. 634, obs. R. HOUIN.
- **Cass. com., 18 avril 1961**, n° 59-11394, *Bull. civ.*, III, n° 175 ; *JCP* G 1961, II, 12164, note D. BASTIAN ; *RTD com.* 1961, p. 634, obs. R. HOUIN.
- **Cass. com., 7 juin 1963**, *D.* 1964, p. 308, note A. DALSACE.
- **CA Montpellier, 28 novembre 1963**, *D.* 1964, p. 483, note L. MAZEAUD.
- **CA Grenoble, 6 mai 1964**, *D.* 1964, p. 783, note A. DALSACE.
- **CA Grenoble, 6 mai 1964**, *Gaz. Pal.* 1964, II, p. 208.
- **CA Paris, 22 mai 1965**, *D.* 1968, p. 45, note R. CONTIN.

- **Cass. com., 17 octobre 1967**, n° 63-13801, *JCP* G 1968, II, 15412, note N. BERNARD ; *Gaz. Pal.* 1968, p. 6.
- **Cass. 1re civ., 19 janvier 1970**, n° 68-13859, *Bull. civ.*, I, n° 23, p. 19.
- **Cass. com., 26 janvier 1970**, n° 67-14787, *JCP* G 1970, II, 16385, note Y. GUYON.
- **Cass. com., 22 mai 1970**, n° 67-13197, *Rev. sociétés* 1971, p. 51.
- **Cass. com., 25 mai 1970**, n° 67-11088, *RTD com.* 1970, p. 733, note R. HOUIN.

1971 à 1980

- **Cass. crim., 19 octobre 1971**, n° 70-90661, *Bull. crim.*, n° 272, p. 670.
- **Cass. com., 11 janvier 1972**, n° 69-11205, *Bull. civ.*, IV, n° 19, p. 18.
- **Cass. crim., 15 mars 1972**, n° 71-91378, *Rev. sociétés* 1973, p. 357, note B. BOULOC.
- **Cass. crim., 9 mai 1973**, n° 72-93501, *D.* 1974, p. 271, note B. BOULOC.
- **CA Nîmes, 24 octobre 1973**, *Bull. Joly. Sociétés* 1975, p. 596.
- **Cass. crim., 14 février 1974**, n° 73-91516, *Bull. crim.*, n° 68, p. 166.
- **Cass. com., 4 mars 1974**, n° 73-10284, *Bull. civ.*, n° 77, p. 62.
- **Cass. com., 23 juin 1975**, *Bull. civ.*, 1975, IV, n° 176, p. 147.
- **Cass. crim., 25 novembre 1975**, n° 74-93426, *JCP* G 1976, II, 18476, note M. DELMAS-MARTY.
- **Cass. 3e civ., 9 décembre 1975**, n° 74-12859, *Bull.* civ, III, n° 362, p. 275.
- **Cass. crim., 16 décembre 1975**, n° 75-91045, *JCP* G 1976, II, 18476, note M. DELMAS-MARTY.
- **Cass. com., 8 avril 1976**, n° 75-10971, *JCP* G, 1977, II, 18739, note N. BERNARD ; *RTD*.com, 1977, p. 535.
- **Cass. 1re civ., 4 mai 1976**, n° 74-12526, *Bull. civ.*, I, n° 157, p. 124
- **Cass. 3e civ., 22 juin 1976**, n° 74-10119, *D.* 1977, p. 619, note P. DIENER.
- **CA Rennes, 29 juin 1976**, *RTD com.* 1979, p. 270, n° 20, obs. R. HOUIN.
- **Cass. soc., 9 juillet 1976**, n° 75-40644, *Bull. civ.*, IV, n° 454, p. 373.
- **CA Paris, 30 octobre 1976**, *Rev. sociétés*, 1977, p. 695, note D. SCHMIDT ; *RTD com.* 1979, p. 271, no 22, obs. R. HOUIN.
- **CA Paris, 22 mars 1977**, *D.* 1978, p. 157, note G. GOURLAY.
- **CA Paris, 30 mars 1977**, *Rev. sociétés*, 1977, p. 470, note J. H.
- **Cass. com., 8 novembre 1977**, n° 78-10460, *Bull. civ.*, IV, n° 265, p. 211.
- **Cass. com., 22 novembre 1977**, n° 76-10630, *D.* 1978, p. 645, note J. GUYÉNOT.
- **CA Nancy, 15 décembre 1977**, *JCP* G 1978, II, 18912.

- **Cass. com., 2 octobre 1978**, *Rev. sociétés* 1979, p. 328, note J.-L. SIBON.
- **Cass. com., 15 novembre 1978**, n° 77-11131, *Bull. civ.*, IV, n° 265, p. 219.
- **CE 7 mai 1980**, *JCP* CI 1981, n° 13661, note D. F.
- **CA Paris, 27 juin 1980**, *D.* 1981, p. 634, note J.-C. BOUSQUET.
- **Cass. com., 2 mai 1983**, n° 81-12717, *Rev. sociétés* 1984, p. 775, note P. DIDIER.
- **CA Paris, 21 mars 1984**, *Rev. sociétés* 1985, p. 415, note Y. CHARTIER.
- **Cass. com., 3 mars 1987**, n° 84-15726, *Rev. sociétés* 1987, p. 226, note Y. GUYON ; *Gaz. Pal.* 7 mai 1987, p. 264, note B. HATOUX.

1981 à 1990

- **Cass. 1re civ., 11 février 1981**, n° 79-15853, *Bull. civ.*, I, n° 50.
- **Cass. soc., 31 mars 1981**, n° 79-16946, *Bull. civ.*, V , n° 285, p. 212.
- **Cass. com. 18 mai 1981**, n° 79-16952, *Bull. civ.*, IV, n° 240, p. 189.
- **Cass. mixte., 10 juillet 1981**, n° 77-10794, *Rev. sociétés* 1982, p. 84, note C. MOULY.
- **Cass. com., 5 octobre 1981**, n° 80-11076, *Bull. civ.*, VI, n° 340.
- **Cass. com., 26 octobre 1981**, n° 80-13121, *Bull. civ.*, IV, n° 369, p. 293.
- **Cass. com., 8 mars 1982**, n° 79-10412, *Rev. sociétés* 1982, p. 573, note Y. GUYON.
- **TGI Marseille, 29 septembre 1982**, *D.* 1984, p. 64, note R. LINDON.
- **Cass. crim. 28 février 1983**, *LPA* 8 juin 1984, p. 37.
- **Cass. soc., 15 mars 1983**, n° 81-40368, *Rev. sociétés*, 1983, p. 353, note Y. CHARTIER.
- **Cass. crim., 11 avril 1983**, *Rev. sociétés* 1983, p. 817, note W. JEANDIDIER.
- **Cass. crim., 18 avril 1983**, n° 82-92804, *JCP* G 1983, IV, p. 201.
- **Cass. 3e civ., 4 mai 1983**, n° 79-16575, *Bull. civ.*, III, n° 103.
- **Cass. com., 6 décembre 1983**, n° 82-14198, *Rev. sociétés* 1984, p. 311, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 17 janvier 1984**, n° 82-14771, *Dr. Sociétés* 1984, n° 162, obs. M. GERMAIN ; *Gaz. Pal* 1984, I, p. 389, note J. DUPICHOT.
- **CE, 15 février 1984**, n ° 35604 et 35605, *Dr. fisc.* 1984, n° 26, comm. 1268.
- **Cass. com., 17 juillet 1984**, n° 83-12925, *Rev. sociétés* 1984, p. 791, note J. G.
- **CE, 3 octobre 1984**, n° 48928 : *Dr. fisc*. 1985, n° 17, comm. n° 319, concl. RACINE.
- **CE, 9 novembre 1984**, n° 38605, *Dr. fisc*. 1985, n° 14, comm. 716.
- **Cass. com., 16 juillet 1985**, n° 83-17416, *Rev. sociétés* 1985, p. 842, note J. GUYÉNOT.

- **CE, 26 juillet 1985**, n° 42920 et n° 44741 : *Dr. fisc*. 1986, n° 6, comm. n° 182, concl. O. FOUQET.
- **Cass. com., 3 juin 1986**, n° 85-12118, *Bull. civ*., IV, n° 116, p. 98 ; *Rev. sociétés* 1986, p. 585, note Y. GUYON.
- **CE, 7 novembre 1986**, n° 47158, *RJF* 1/87, p. 22 ; CE, 23 juin 1986, n° 48465, *Dr. fisc*. 1986, n° 49.
- **Cass. com., 12 février 1987**, *Bull. Joly Sociétés* 1987, § 179, p. 384, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 3 mars 1987**, n° 84-15726, *Bull. civ.*, IV, n° 64, p. 49 ; *Bull. Joly Sociétés* 1987, p. 218, § 103 ; *Rev. sociétés* 1987, p. 266, note Y. GUYON.
- **Cass. crim., 8 février 1988**, n° 86-94096, inédit.
- **Cass. com., 7 avril 1987**, n° 85-15910, *D.* 1988, p. 156, note C. BERR.
- **CA Paris, 30 avril 1987**, *Bull. Joly Sociétés* 1987, § 259, p. 626, note L. FAUGÉROLAS.
- **CA Paris, 18 mai 1987**, *Dr. Sociétés* 1987, p. 235.
- **CA Aix-en-Provence, 27 mai 1988**, *JCP* E 1989, n° 11, 15562, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.
- **Cass. com., 2 juin 1987**, 85-16467, *Bull. civ.*, IV, n° 131.
- **CA. Paris. 11 juin 1987**, *Rev. sociétés* 1987, p. 629.
- **Cass. com., 15 juillet 1987**, n° 84-16222, *Bull. civ.*, IV, n° 194, p. 142.
- **CE, 24 juillet 1987**, n° 63991 : *Dr. fisc*. 1987, n° 45, comm. n° 2020.
- **CA Grenoble, 19 octobre 1987**, *JCP* E 1989, II, 15433, note B. PETIT.
- **Cass. com., 15 décembre 1987**, n° 86-13479, *Bull. civ.*, IV, n° 280, p. 209 ; *Bull. Joly Sociétés* 1988, p. 319, note A. PICAND-L'AMEZEC.
- **Cass. crim., 8 février 1988**, n° 86-94096, inédit.
- **CA Versailles, 30 mai 1988**, *Bull. Joly Sociétés* 1988, p. 686.
- **Cass. com., 21 juin 1988**, n° 86-19166, *Bull. Joly Sociétés* 1988, § 226, p. 687 ; *JCP* E 1989, II, 15415, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN, n° 12 ; *Rev. sociétés* 1989, p. 46, note Y. CHARTIER
- **CE, 4 novembre 1988**, n° 56793, *Dr. fisc*. 1989, n° 11, comm. 541.
- **CA Versailles, 1er décembre 1988**, *Bull. Joly Sociétés* 1989, § 47, p. 172 ; *JCP* E, 1989, II 15517, obs. A.VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.
- **Cass. crim., 13 décembre 1988**, n° 87-82268, *Bull. crim.*, n° 429, p. 1134.
- **Cass. com., 7 février 1989**, n° 87-16464, *Rev. sociétés*, 1989, p. 643, note Y. CHARTIER ; *JCP* E 1989, II, 15517, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.
- **CAA Nantes, 19 avril 1989**, n° 51, *Dr. fisc.* 1989, n° 30/31, comm. 1511.

- **CE 26 avril 1989**, n° 84697, *Dr. fisc*, 1989, n°40, comm. 1752.
- **Cass. crim., 26 juin 1989**, n° 88-84177, *Rev. sociétés* 1990, p. 59, note B. BOULOC.
- **Cons. const., 28 juillet 1989**, n° 89-260 DC, *JORF* du 1er août 1989, p. 9679.
- **CE, 21 février 1990**, n° 90129, *Dr. fisc*. 1990, n° 42, comm. 1904.
- **CA Paris, 27 février 1990**, *Dr. pén.* 1990, comm. 341, obs. J.-H. ROBERT.
- **CA Paris, 21 mars 1990**, *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 137, p. 527, note M. JEANTIN.
- **Cass. com., 27 mars 1990**, n° 88-18177, *JCP* E 1990, I, 15802, p. 397, note Y. GUYON.
- **Cass. com., 9 mai 1990**, n° 88-19187, *Bull. Joly Sociétés* 1990, § 177, p. 641, note P. REIGNÉ.
- **CE, 16 mai 1990**, n° 115802 : *Dr. fisc*. 1990, n° 45, comm. n° 2107.
- **CA Paris, 18 décembre 1990**, *Bull. Joly Sociétés* 1991, § 212, p. 604, note P. LE CANNU.

1991 à 2000

- **CA Angers, 17 janvier 1991**, *Dr. pén.* 1991, comm. 241, obs. J.-H. ROBERT.
- **Cass. com., 22 janvier 1991**, n° 89-11650, *RJDA* 2/1992, p. 114, n° 152.
- **Cass. com., 22 janvier 1991**, n° 88-19641, *Rev. sociétés* 1992, p. 61, note J.-P. LEGROS.
- **CA Paris, 22 mars 1991**, *Bull. Joly Sociétés* 1991, § 177, p. 517, note P. LE CANNU.
- **Cass. crim., 30 septembre 1991**, n° 90-83965, *Bull. Joly. Sociétés* 1992, n° 2, p. 153 note D. BARADERIE.
- **CAA Nancy, 24 octobre 1991**, *Dr. fisc.* 1992, n° 4, comm. n° 87.
- **Cass. 1re civ., 14 mai 1991**, n° 89-20999, *D.* 1991, p. 320, note J.-L. AUBERT.
- **Cass. com., 4 juin 1991**, *Rev. sociétés* 1992, p. 55, note Y. CHARTIER.
- **CA Versailles, 11 juillet 1991**, *Bull. Joly Sociétés* 1991, § 353, p. 1009, note P. LE CANNU.
- **Cass. crim., 14 octobre 1991**, n° 90-80621, *Rev. sociétés* 1992, p. 782, note B. BOULOC.
- **CA Paris, 8 novembre 1991**, *Rev. sociétés* 1992, p. 123, note Y. GUYON.
- **Cass. 1re civ., 14 janvier 1992**, n° 90-15940, *Bull. civ.*, I, n° 14, p. 8.
- **Cass. crim., 23 mars 1992**, n° 90-82295, *Dr. pén.* 1992, comm. 292, note J.-H. ROBERT.
- **Cass. 1re civ., 25 mai 1992**, n° 89-18923, *Bull. civ.*, I, n° 151, p. 103.
- **Cass. com., 2 juin 1992**, *Rev. sociétés* 1993, p. 750, note Y. GUYON.
- **Cass. com., 15 juillet 1992**, n° 90-17216, *Bull. civ.*, IV, n° 279, p. 194 ; *Rev. sociétés* 1993, p. 400, note P. MERLE ; *JCP* G 1992, II, 21944, note J.-F. BARBIERI ; *JCP* E 1992, II, 375, p. 285, note Y. GUYON ; *RTD com.* 1993, p.112. note Y. REINHARD.
- **CA Limoges, 19 octobre 1992**, *Bull. Joly Sociétés* 1993, § 48, p. 217, note P. LE CANNU.

- **Cass. com., 3 novembre 1992**, n° 90-18547, *RTD civ*. 1993, p. 124, obs. J. MESTRE.
- **Cass. crim., 9 novembre 1992**, n° 92-81432, *Bull.* crim., 1992, n° 361, p. 1004.
- **CA Paris, 17 novembre 1992**, *Rev. sociétés* 1993, p. 813, note P. LE CANNU.
- **CE, 18 décembre 1992**, n° 74206, *Dr. fisc*. 1993, comm. 1136.
- **CA Paris, 15 janvier 1993**, *D*. 1993, p. 273, note CL. DUCOULOUX-FAVARD.
- **CAA Nantes, 3 février 1993**, *Dr. fisc*. 1994, n° 20, comm. n° 941.
- **Cass. crim., 15 mars 1993**, n° 92-82263, *Bull. Joly Bourse* 1993, § 76, p. 365, note M. JEANTIN ; *Rev. sociétés* 1993, p. 847, note B. BOULOC ; *D*. 1993, p. 610, note C. DUCOULOUX-FAVARD. *Dr. Sociétés* 1993, comm. 212, obs. H. HOVASSE.
- **Cass. 1re civ., 28 avril 1993**, n° 90-16363, inédit.
- **CA Paris, 14 mai 1993**, *RTD com.* 1993, p. 535, note Y. REINHARD.
- **Cass. crim., 24 mai 1993**, n° 92-85532, inédit.
- **Cass. crim., 14 juin 1993**, n° 92-80763, *Bull. Joly Sociétés* 1993, § 337, p. 1139, note B. SAINTOURENS ; *Rev. sociétés* 1994, p. 90, note B. BOULOC.
- **Cass. com., 22 juin 1993**, n° 90-21988, *RTD civ*. 1994, p. 343, note J. MESTRE.
- **Cass. soc., 6 octobre 1993**, n° 90-44561, *Rev. sociétés* 1994, p. 76, note B. PETIT.
- **CA Paris, 14 décembre 1993**, *Bull. Joly* 1994, § 44, p. 185, note P. LE CANNU.
- **CAA Nancy, 23 février 1994**, *Dr. fisc.* 1994, n° 49, comm. n° 2101.
- **Cass. com., 15 mars 1994**, n° 92-13047, *Dr. Sociétés* 1994, comm. 33, note H. LE NABASQUE.
- **Cass. crim., 26 mai 1994**, n° 93-84615, *Rev. sociétés* 1994, p. 771, note B. BOULOC ; *Dr. pén.* 1994, comm. 218, p. 13, note J.-H. ROBERT.
- **Cass. soc., 21 juin 1994**, n° 93-40362, *JCP* G 1995, II, 22370, note C. PUIGELIER ; *Bull. Joly Sociétés* 1994, § 264, p. 991 ; *RTD com.* 1995, p. 147, obs. B. PETIT et Y. REINHARD ; *Rev. sociétés* 1995, p. 59, note B. PETIT.
- **Cass. crim., 21 septembre 1994**, n° 93-85544, *JCP* E, 1995, II, 690, note A. DEKEUWER.
- **Cass. com., 4 octobre 1994**, n° 93-10934, *Defrénois* 1995, p. 251, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 18 octobre 1994**, n° 92-22052, *RTD com.* 1995, p. 434, note B. PETIT et Y. REINHARD ; *Bull. Joly Sociétés* 1994, § 368, p. 1311, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 14 novembre 1994**, *Bull. Joly Sociétés* 1995, p. 65, note P. LE CANNU.
- **CA Paris, 29 novembre 1994**, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 47, p. 177.
- **Cass. crim., 12 décembre 1994**, n° 94-80155, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 150, p. 427.
- **Cass. com., 24 janvier 1995**, n° 93-13273, *Bull. civ.*, IV, n° 27, p. 22.

- **Cass. com., 24 janvier 1995**, n° 93-11954, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 104, p. 329, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1996, p. 93, note Y. CHARTIER.
- **CA Paris, 28 mars 1995**, *RJDA* 6/1995, n° 726, p. 579.
- **Cass. com., 3 mai 1995**, n° 93-17776, *JCP* E 1995, n° 1079.
- **CA Paris, 10 mai 1995**, *Bull. Joly. Sociétés* 1995, p. 742, note M. JEANTIN ; *JCP* E, 1995, I, p. 505, note A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.
- **Cass. com., 16 mai 1995**, n° 93-14709, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 260, p. 757, note P. LE CANNU.
- **CA Marseille, 17 mai 1995**, *D.* 1996, p. 409, note J. RAVANAS.
- **Cass. soc., 22 mai 1995**, n° 94-41787, *Bull. Joly Sociétés* 1995, § 306, p. 860, note P. REIGNÉ.
- **Cass. com., 4 juillet 1995**, n° 93-17969, *Rev. sociétés* 1995, p. 504, note P. LE CANNU ; *D.* 1996, p. 186, note J.-C. HALLOUIN ; *Bull. Joly Sociétés* 1995, p. 968, note J.-F. BARBIÈRI ; *RTD com.* 1996, p. 69, obs. B. PETIT et Y. REINHARD.
- **Cass. crim., 10 juillet 1995**, n° 94-85665, *Bull. Joly Sociétés* 1995, p. 1048, § 376, note A. COURET et P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1996, p. 312, note B. BOULOC.
- **Cass. com., 11 juillet 1995**, n° 93-14213, inédit.
- **Cass. crim., 12 octobre 1995**, n° 95-80730, *Rev. sociétés* 1996, p. 319, note B. BOULOC.
- **Cass. com., 12 décembre 1995**, n° 94-12489, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 68, p. 207, note P. LE CANNU.
- **CA Rennes, 13 décembre 1995**, *Dr. Sociétés* 1996, note Y. CHAPUT.
- **Cass. com., 13 février 1996**, n° 94-11094, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 134, p. 390, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 27 février 1996**, nº 94-11241, *RTD civ*. 1997, p. 114, note J. MESTRE ; *JCP* G 1996, II, 22665, note J. GHESTIN ; *JCP* E 1996, II, 838, note D. SCHMIDT et S. DION ; *Bull. Joly. Sociétés* 1996, § 164, p. 485, note A. COURET ; *LPA* 17 février 1997, n° 21, p. 7, note R. MARTIN ; *Defrénois*, 30 octobre 1996, n° 20, p. 1205, note Y. DAGORNE-LABBE ; *RJDA* 6/1996, n° 794, p. 565.
- **Cass. soc., 21 mars 1996**, n° 93-42460, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 211, p. 596, note F. MANSUY.
- **Cass. 1re civ., 10 avril 1996**, n° 93-14571, *Bull. civ.*, 1996, I, n° 172, p. 120.
- **CA Paris, 31 mai 1996**, *Bull. Joly Sociétés* 1996, § 337, p. 932, note P. LE CANNU. ; *RJDA* 10/1996, n° 1210, p. 872.

- **Cass. com., 4 juin 1996,** n° 94-15238, *RJDA* 2/1997, n° 224, p. 147 ; *JCP* E, 1996, II, n° 849, p. 191, note Y. GUYON ; *JCP* E, 1996, n° 589, p. 391, § 14, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.
- **Cass. com., 11 juin 1996**, n° 93-18308, inédit.
- **CAA Nantes, 3 juillet 1996**, *Dr. fisc.* 1996, n° 44, comm. n° 1341.
- **Cass. com., 22 octobre 1996**, n° 93-18632, *D.* 1997, p. 121, note A. SÉRIAUX ; *JCP* G, 1997, II, n° 22881, p. 336, note D. COHEN.
- **Cass. com., 26 novembre 1996**, n° 94-15661, *Bull. Joly Sociétés* 1994, § 221, p. 831, note P. LE CANNU.
- **CAA Bordeaux, 17 décembre 1996**, n° 94BX1779, *Dr. fisc*. 1997, comm. 604.
- **CA Versailles, 27 février 1997**, *Bull. Joly Sociétés* 1997, § 220, p. 544, note P. Le CANNU et M. MENJUCQ ; *Rev. sociétés*1997, p. 898, obs. Y. GUYON ; *D. aff.* 1997, p. 642, nº 13.
- **Cass. soc., 4 mars 1997**, n° 93-44805, *RTD com*. 1997, p. 650, note B. PETIT ; *Bull. Joly sociétés* 1997, p. 661, note J.-P. DOM.
- **Cass. 1re civ., 18 mars 1997**, n° 95-12576, *RTD civ*. 1999, p. 117, note P. JOURDAIN.
- **Cass. com., 18 mars 1997**, n° 94-21430**,** *Bull. Joly Sociétés* 1997, § 218, p. 538, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 1er avril 1997**, n° 94-18912, *Bull. Joly Sociétés* 1997, § 248, p. 650, note J.-F. BARBIÈR.
- **Cass. crim., 15 mai 1997**, n° 96-80399, *Rev. sociétés* 1998, p. 135, note B. BOULOC.
- **CA Toulouse, 30 juin 1997**, *Bull. Joly Sociétés* 1998, § 15, p. 53.
- **Cass. 1re civ., 14 octobre 1997**, n° 95-14284, *Defrénois* 1998, p. 140 obs. D. MAZEAUD.
- **Cass. crim., 15 octobre 1997**, n° 96-83828, inédit.
- **Cass. crim., 27 octobre 1997**, n° 96-83698, *Rev sociétés* 1997, p. 869, note B. BOULOC.
- **TGI Paris, 17 décembre 1997**, *RTD com*. 1998, p. 640, note N. RONTCHEVSKY.
- **Cass. 1re civ., 16 juillet 1998**, n° 96-15380, *Bull. civ*., I, n° 260, p. 181.
- **Cass. com., 27 janvier 1998**, 93-11437, *Bull. Joly Sociétés* 1998, § 173, p. 535, note P. LE CANNU ; *D.* 1998, p. 392, obs. J.-C. HALLOUIN.
- **Cass. com., 10 février 1998**, n° 95-22052, *RJDA* 5/1998, n° 611, p. 428 ; *RTD com.* 1998, p. 353, note C. CHAMPAUD et D. DANET ; *RTD com.* 1998, p. 376, note B. PETIT et Y. REINHARD.
- **Cass. com., 24 février 1998**, n° 96-12638, *Bull. Joly. Sociétés* 1998, § 267, p. 813, note B. PETIT ; *Rev. sociétés* 1998, p. 546, note M.-L. COQUELET ; *D. aff.* 1998, p. 850, nº 117; *JCP* G 1999, II, 10003, note M. KEITA.

- **Cass. com., 28 avril 1998**, n° 96-10253 ; *Bull. Joly. Sociétés* 1998, § 263, p. 808, note P. LE CANNU ; *RTD civ*. 1999.p. 99, obs. J. MESTRE.
- **CA Paris, 19 mai 1998**, *Bull. Joly Sociétés* 1998, § 357, p. 1164, note M. STORCK ; *RJDA* 11/98, n° 1242, p. 932.
- **Cass. com., 19 mai 1998**, n° 95-1264, *Bull. Joly Sociétés* 1998, § 289, p. 918, note P. LE CANNU.
- **CAA Paris, 11 juin 1998**, *Dr. fisc*. 1998, n° 48, comm. 1050.
- **CA Paris 26 juin 1998**, *RJDA* 12/1998, n° 1370.
- **Cass. com., 7 octobre 1998**, n° 96-14359, *JCP* 1998, II, 10202, note J. MALEVILLE.
- **Cass. crim., 15 octobre 1998**, n° 97-80757, *Rev. sociétés* 1999, p. 184, note B. BOULOC.
- **Cass. com., 20 octobre 1998**, n° 96-15418, *D.* 1999, p. 639, note M.-H. LAENDER ; *Rev. sociétés* 1999, p. 111, note B. SAINTOURENS ; *RTD com.* 1999, p. 142, obs. B. PETIT.
- **CA Paris, 20 octobre 1998**, *Bull. Joly Sociétés* 1999, § 103, p. 493, note J.-F. BARBIÈR.
- **Cass. com., 24 novembre 1998**, n° 96-18357, *RTD civ*. 1999, p. 98, obs. J. MESTRE
- **Cass. com., 12 janvier 1999**, n° 96-19570, inédit.
- **CA Paris, 5 mars 1999**, *Bull. Joly Sociétés* 1999, § 153, p. 686, note P. LE CANNU.
- **Cass. soc., 30 mars 1999**, n° 97-42061, inédit.
- **Cass. crim., 29 septembre 1999**, n° 98-83204, inédit.
- **TGI Paris, 26 octobre 1999**, *Dr. Sociétés* 2000, n° 2, comm. 31, p. 17, note D. VIDAL ; *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 118, p. 538, note P. LE CANNU.
- **Cass. crim., 27 octobre 1999**, n° 98-85651, *Dr. pén* 2000, comm. 48, obs. J.-H. ROBERT.
- **Cass. com., 23 novembre 1999**, n° 97-14693, *RJDA*, 3/2000, n° 270, p. 227.
- **Cass. 3e civ., 2 décembre 1998**, n° 97-10590, *Bull. civ.*, III, n° 226 p. 151.
- **Cass. 1re civ., 14 décembre 1999**, n° 97-15756, *Bull. Joly. Sociétés* 2000, p. 736, § 175, note A. COURET.
- **Cass. com., 12 janvier 1999**, n° 96-20159, *Bull. Joly Sociétés* 1999, § 96, p. 464, note B. PETIT.
- **Cass. crim, 24 novembre 1999**, n° 99-80220, inédit.
- **CA Paris, 17 décembre 1999**, *RJDA* 3/2000, n° 292, p. 243.
- **Cass. com., 3 mai 2000**, n° 97-22510, *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 198, p. 821, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2000, comm. 110, obs. D. VIDAL.
- **Cass. soc., 14 juin 2000**, n° 97-45852, *Bull. Joly Société* 2000, § 242, p. 949, note G. AUZERO.
- **CA Paris, 25 janvier 2000**, *Bull. Joly Bourse* 2000, § 54, p. 262, note N. RONTCHEVSKY.

- **Cass. crim., 1er mars 2000**, n° 99-86299, *D*. 2000. p. 229, obs. A. LIENHARD ; *RSC* 2000. p. 629, obs. J. RIFFAULT ; *RTD com*. 2000. p. 1028, obs. B. BOULOC.
- **Cass. soc., 15 mars 2000**, n° 98-40448, *JCP* G 2000, II, 10346, note F. PETIT.
- **Cass. soc., 26 avril 2000**, n° 97-44241, *Bull. Joly Sociétés* 2000, § 287, p. 1165, note P. SCHOLER.
- **Cass. com., 24 octobre 2000**, n° 98-18367, *RJDA* 2/2001, n° 177, p. 170 ; *RTD com.* 2001, p. 161, note J.-P. CHAZAL et Y. REINHARD ; *Rev. sociétés* 2001, p. 95, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 24 octobre 2000**, *RJDA* 2/2001, n° 177, p. 170.
- **Cass. com., 21 novembre 2000**, n° 97-21748, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 46, p. 172, note P. LE CANNU.
- **Cass. crim., 29 novembre 2000**, n° 99-80324, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 101, p. 407, note J-D. BELOT, É. DEZEUZE
- **CA Paris, 1er décembre 2000**, *Dr. Sociétés* 2001, n° 4, comm. 66.
- **Cass. crim., 14 décembre 2000**, n° 97-85547, inédit.
- **Cass. 1re civ., 19 décembre 2000**, n° 99-12.403, *D*. 2001, p. 3082, obs. J. PENNEAU.

2001 à 2010

- **Cass. crim., 7 mars 2000**, n° 99-81011.
- **Cass. com., 27 février 2001**, n° 98-14502, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 159, p. 631, note M. STORCK.
- **Cass.com., 27 février 2001**, n° 98-14206, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 155, p. 614, note J.-J. DAIGRE.
- **CA Orléans, 8 mars 2001**, *RJDA* 5/2001, n° 589, p. 524.
- **Cass. com., 22 mai 2001**, n° 98-15472, *Bull. Joly Sociétés* 2001, p. 988, note F.-X. LUCAS ; *RTD civ*. 2002, p. 90, obs. J. MESTRE et B. FAGES.
- **Cass. com., 19 juin 2001**, n° 98-19382, *Bull. Joly Sociétés* 2001, § 276, p. 1279, note P. SCHOLER.
- **CE, 23 janvier 2002**, n° 216733, *Dr. fisc*. 2002, comm. 382, concl. S. AUSTRY.
- **Cass. crim., 30 janvier 2002**, n° 01-84256, *Bull. Joly Sociétés* 2002, § 179, p. 797, note J.-F. BARBIÈRI.
- **Cass. com., 12 février 2002**, n° 00-11602, *JCP* G 2002, nº 38, I, 151, note J.-J. CAUSSAIN et A. VIANDIER.
- **Cass. crim., 20 février 2002**, n° 01-86329, *Rev. sociétés* 2002, p. 546, note B. BOULOC.

- **CE, 22 mai 2002**, n° 221541, *RJF* 2001, p. 905.
- **CA Paris, 24 juin 2002**, *Jurisdata* n° 2002-186338.
- **Cass. com., 9 juillet 2002**, n° 99-10453, *Bull. civ.* IV, n° 120, p. 129.
- **Cass. soc., 10 juillet 2002**, n° 00-45387, *D.* 2002, p. 2491, note Y. SERRA.
- **Cass. com., 28 janvier 2003**, n° 99-14007, inédit.
- **Cass. com., 4 mars 2003**, n° 99-18025, *RJDA* 7/2003, n° 724, p. 645.
- **Cass. soc., 11 mars 2003**, n° 01-40813, *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 140, p. 648, note J.-P. DOM ; *D.* 2004, p. 274, obs. J.-C. HALLOUIN.
- **CA Paris, 26 mars 2003**, *Bull. Joly Sociétés* 2003, § 816, n° 174, note S. ZEIDENBERG ; *Dr. Sociétés* 2011, n° 10, comm. 162, p. 16, note F.-G. TRÉBULLE.
- **Cass. crim., 14 mai 2003**, n° 01-88262, inédit.
- **Cass. com., 20 mai 2003**, n° 99-17092, *Bull. Joly. Sociétés* 2003, p. 786, § 167, note H. LE NABASQUE *; Rev. sociétés* 2003, p. 479, note J.-F. BARBIÈRI ; *D.* 2003, p. 1502, obs. A. LIENHARD ; *D.* 2003, p. 2623, note B. DONDERO *; RTD com.* 2003, p. 523, obs. J.-P. CHAZAL et Y. REINHARD ; *RTD civ.* 2003, p. 509, obs. P. JOURDAIN.
- **CA Paris, 20 juin 2003**, *Dr. Sociétés* 2004, n° 2, comm. 17, p. 11, note F.-G. TRÉBULLE.
- **CA Paris, 26 septembre 2003**, *JCP E* 2004, n° 19, p. 769, note G. DE VRIES ; *RTD com.* 2004, p. 316, note C. CHAMPAUD et D. DANET ; *Bull. Joly Bourse* 2004, § 4, p. 43 note E. DEZEUZE ; *RTD com.* 2004, p. 132, note N. RONTCHEVSKY ; *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 12, p. 84, note J.-J. DAIGRE ; *Dr et patrimoine* 2004, n° 131, p. 93, note D. PORACCHIA.
- **CA Colmar, 14 octobre 2003**, *RTD com.* 2004, p. 567, note N. RONTCHEVSKY ; *Bull. Joly Bourse* 2004, § 89, p. 466, note G. DOLIDON ; *LPA* 28 avril 2004, n° 85, p. 3, F. LEPLAT.
- **CAA Nantes, 29 octobre 2003**, n° 00965, inédit.
- **TGI Paris, 9 janvier 2004**, *Bull. Joly Bourse* 2004, § 59, p. 255, note C. DUCOULOUX-FAVARD.
- **Cass. com., 21 janvier 2004**, n° 02-11607, *Bull. Joly Sociétés* 2004, n° 4, p. 541, note C. NOUEL.
- **Cass. crim., 28 janvier 2004**, n° 02-88094, *Rev. sociétés* 2004, p. 722, note B. BOULOC.
- **Cass. 1re civ., 16 mars 2004**, n° 01-15804, *RTD* civ 2004, p. 290, note J. MESTRE ; *D.* 2004, p. 1754, note D. MAZEAUD.
- **Cass. com., 31 mars 2004**, n° 03-14991, *Bull. Joly Bourse* 2004, § 88, p. 460, note J.-J. DAIGRE ; *D.* 2004, p. 1961, note D. CARAMALLI ; *RTD com.* 2004, p. 564, note N. RONTCHEVSKY ; *Dr. Sociétés* 2004, n° 7, comm. 131, p. 28, note TH. BONNEAU.

- **TGI. com., Paris, 11 mai 2004**, *JCP* E 2004, n° 31, 1154, p. 1256. note A. VIANDIER ; *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 252, p. 1238, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 12 mai 2004**, n° 03-8566, *JCP* G 2004, n° 41, II, 10153, note G. DAMY.
- Cass. com., 12 mai 2004, n° 00-19415, *Bull. Joly Société* 2004, § 258, p. 1275.
- **Cass. com., 26 mai 2004**, n° 01-03569, *JCP* E, 2004, n° 1344, p. 1447, note A. VIANDIER.
- **Cass. crim., 30 juin 2004**, n° 03-87427, inédit.
- **Cass. com., 7 juillet 2004**, n° 01-15763, *RTD com*. 2004, p. 765, note P. LE CANNU ; *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 300, p. 1510, note J.-P. DOM.
- **Cass. crim., 22 septembre 2004**, n° 03-82266, *Rev. sociétés* 2005, p. 200, note B. BOULOC ; *Bull. Joly. Sociétés* 2005, § 6, p. 46, note J.-F. BARBIÈRE.
- **Cass. com., 28 septembre 2004**, n° 03-10332, *D.* 2005, p. 292, note P.-M. LE CORRE.
- **Cass. 2e civ., 16 novembre 2004**, n° 03-30364, *Bull. civ*., II, n° 489, p. 416**.**
- **Cass. com., 30 novembre 2004**, n° 01-13216, *Rev. sociétés* 2005, p. 631, note J.-F. BARBIÈRI ; *RTD.* com. 2005, p. 119, obs. P. LE CANNU ; *Bull. Joly Sociétés* 2005, p. 391, § 77, note D. VIDAL.
- **Cass. com., 14 décembre 2004**, n° 00-20293, *Rev. sociétés* 2006, p. 79, note J.-P. MATTOUT ; *Bull. Joly Sociétés*, 2005, p. 506, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 14 décembre 2004**, n° 00-20287, inédit.
- **Cass. crim., 23 mars 2005**, n° 04-84756, *Dr. pén.* 2005, comm. n° 91, p. 19, note J.-H. ROBERT et M. VÉRON.
- **Cass. com., 19 avril 2005**, n° 02-10256, *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 277, p. 125, note S. MESSAÏ-BAHRI.
- **Cass. com., 19 avril 2005**, n° 02-17059, inédit.
- **Cass. com., 19 avril 2005**, n° 02-13599, *Bull. Joly Sociétés* 2005, § 280, p. 1269, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 2005, p. 840, note B. SAINTOURENS.
- **Cass. mixt., 22 avril 2005**, n° 03-14112, *Bull. mixt.*, 2005, n° 4, p. 10 ; *RDC* 2005, p. 673, obs. D. MAZEAUD.
- **CA Paris, 13 mai 2005**, *Banque et Droit*, janvier 2005, p. 38, obs. H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.
- **Cass. com., 28 juin 2005**, n° 03-13112, *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 12, p. 80, note S. MESSAÏ- BAHRI ; *LPA* 11 octobre 2005, n° 202, p. 7, note J.-F. BARBIÈR.
- **Cass. com., 12 juillet 2005**, *D.* 2005, p. 2071, note A. LIENHARD.

- **Cass. com., 12 juillet 2005**, n° 03-14045, *D.* 2005, p. 2071, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2006, p. 162, note F. LUCAS ; *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 4, p. 22, note B. SAINTOURENS.
- **CA Paris, 14 septembre 2005**, *JCP* E 2006, n° 38, 2370, p. 1577, obs. Y. MULLER-LAGARDE et E. FORTIS.
- **Cass. 2e civ., 20 septembre 2005**, n° 03-30709, *JCP* E 2006, n°1, 1047, note R. VATINET.
- **Cass. com., 11 octobre 2005**, n° 02-13520, *D.* 2005, p. 2743, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2006, p. 132, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 2006, p. 79, note J.-P. MATTOUT ; *JCP* E 2005, 1796, p. 2111, note H. HOVASSE.
- **CA Paris, 19 octobre 2005**, *Banque et Droit*, janvier 2006, p. 40, obs. H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.
- **Cass. com., 2 novembre 2005**, n° 02-15895, *Rev. sociétés* 2006, p.398, note D. PORACCHIA.
- **CA Douai, 3 novembre 2005**, *JCP* E 2006, n° 10, 1406, p. 473, note C. DELATTRE.
- **CA Paris, 9 novembre 2005**, *RTDF* 2006, n° 1, p. 155.
- **CA Paris, 16 novembre 2005**, *RJDA* 6/2006, n° 661, p. 595.
- **Cass. com., 22 novembre 2005**, n° 03-20600, *RTD com.* 2006, p. 445, note M. STORCK ; *Banque et Droit*, janvier-février 2006, n° 105, p. 35, obs. H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.
- **CA Paris, 14 février 2006**, *RJDA* 8-9/2006, n° 908, p. 841.
- **Cass. 3e civ., 22 février 2006**, n° 05-12032, *RTD civ*. 2006, p. 764, note J- MESTRE et B. FAGES ; *D.* 2006, p. 2972, note S. BEAUGENDRE ; *RJDA* 5/2006, n° 509, p. 460.
- **Cass. com., 28 février 2006**, n° 02-11768, *RTD com.* 2006, p. 867, note P. LE CANNU.
- **Cass. com., 7 mars 2006**, n° 04-16536, *JCP* E 2006, 2035, n° 2, note J.-J. CAUSSAIN, FL. DEBOISSY et G. WICKER.
- **Ass. plén., 14 avril 2006**, n° 04-18902, *D.* 2006, p. 1577, note P. JOURDAIN ; *D.* 2006, p. 1566, note D. NOGUÉRO ; *D.* 2006. p. 1929, note P. BRUN et P. JOURDAIN.
- **Cass. com., 25 avril 2006**, n° 04-18091, inédit.
- **TGI Paris, 12 sept. 2006**, *RTDF* 2006, n° 3, p. 162, note É. DEZEUZE ; *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 14, p. 119, note J.-F. BARBIÈRI ; *Bull. Joly Bourse* 2007, § 4, p. 37, note É. DEZEUZE ; *Rev. sociétés* 2007, p. 102, note J.-J. DAIGRE ; *Rev. Lamy. dr. aff.* 2007, n° 16, p. 76, comm. A. DETHOMAS et M. AUBERT.
- **Cass. crim., 22 novembre 2006**, n° 06-80783, inédit.
- **Cass. soc., 29 novembre 2006**, n° 04-48219, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 128, p. 496, note B. SAINTOURENS.

- **Cass. com., 19 décembre 2006**, n° 05-15803, *JCP* E 2007, n° 27-28,1877, p. 28, obs. J.-J. CAUSSAIN, FL. DEBOISSY et G. WICKER ; *Rev. sociétés* 2007, p. 331, note B. SAINTOURENS.
- **Cass. com., 27 juin 2006**, n° 04-15831, *JCP* E 2006, n° 39, 2408, p. 1629, note Y. REINHARD ; *Bull. Joly Sociétés* 2006, § 286, p. 1372, note F. X. LUCAS ; *Rev. sociétés* 2006, p. 900, note D. PORACHIA.
- **CA Paris, 7 juillet 2006**, *Dr. fisc*. 2007, n°37. comm. n° 832.
- **Cass. soc., 21 novembre 2006**, n° 05-45416, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 88, p. 383, note G. AUZERO.
- **CA Basse Terre, 29 janvier 2007**, *Dr. Sociétés* 2008, n° 1, comm. J. MONNET.
- **Cass. com., 6 février 2007**, n° 03-10085 et n° 01-17877, *Bull. Joly Sociétés* 2007, p. 1007, note A. COURET.
- **Cass. com., 13 févr. 2007**, n° 05-20126, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 190, p. 697, note A. LECOURT.
- **Cass. com., 13 février 2007**, n° 05-17987, inédit.
- **Cass. crim., 14 février 2007**, *Rev. sociétés* 2007, n° 06-86721, p. 885, note B. BOULOC.
- **Cass. com., 2 mai 2007**, n° 06-12378, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 267, p. 941, note M. SÉNÉCHAL.
- **Cass. com., 15 mai 2007**, n° 05-19464, *RTD com.* p. 773, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *D.* 2007. p. 1511, obs. A. LIENHARD ; *JCP* E 2007, 2158, note A. VIANDIER ; *Gaz. Pal.* 2007, n° 220, p. 5, note F. GUERCHOUN ; *LPA* 12 juin 2008, n° 113, p. 13, note P. EMY.
- **Cass. 1re civ., 15 mai 2007**, n° 06-18448, *D.* 2007, p. 1603, obs. C. DELAPORTE-CARRÉ ; *LPA* 22 août 2007, n° 168, p. 10, note M. BRUSORIO.
- **Cass. crim., 20 juin 2007**, n° 07-80065, inédit.
- **Cass. crim., 20 juin 2007**, n° 06-85663, inédit.
- **Cass. com., 10 juillet 2007**, n° 06-14.768, *D* 2007, p. 2844, note P.-Y. GAUTIER ; *RTD civ.* 2007, p. 773, note B. FAGES.
- **CA Paris, 14 septembre 2007**, *RTDF* 2007, n° 4, p. 145, note N. RONTCHEVSKY.
- **Cass. com., 25 septembre 2007**, n° 06-17476, *Rev. sociétés* 2008 p. 634, note E. BOURETZ, J.-L. EMERY.
- **Cass. crim., 17 octobre 2007**, n° 06-85932, inédit.
- **Cass. com., 20 novembre 2007**, n° 06-18621, *Dr. Sociétés* 2008, n° 2, comm. 33, p. 29, note J. MONNET.
- **CA Paris, 6 décembre 2007**, *RJDA* 4/08, n° 431, p. 424.

- **Cass. 1re civ., 5 mars 2008**, n° 07-14729, *Bull. civ*., I, n° 65.
- **Cass. com., 26 mars 2008**, n° 07-10572, *Bull. Joly Sociétés* 2008, §145, p. 674, note P. LE CANNU.
- **CA Paris, 2 avril 2008**, *D*. 2008, p. 1057, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2008, p. 377, obs. N. RONTCHEVKY ; *RTD com.* 2008, p. 390, obs. C. GOYET ; *Rev. sociétés* 2008, p. 394, note P. LE CANNU ; *RD bancaire et fin.* 2008, n° 93, note H. LE NABASQUE ; *Bull. Joly Sociétés* 2008, p. 411, note H. LE NABASQUE ; *Bull. Joly Bourse* 2008, § 23, p. 209, note L. FAUGÉROLAS et E. BOURSICAN.
- **Cass. crim., 2 avril 2008**, n° 07-85065, inédit.
- **Cass. com., 1er juillet 2008**, n° 07-20643, *Bull. civ*., IV, n° 138, p. 160 ; *D.* 2008, p. 1994.
- **Cass. soc., 16 septembre 2008**, n° 07-43601, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 29, p. 132, note B. SAINTOURENS.
- **CA Paris, 7 octobre 2008**, *JCP* E 2009, n ° 4, p. 39, note Y. PACLOT ; *Bull. Joly Sociétés* 2008, p. 976, § 209, note D. SCHMIDT.
- **CA Paris, 17 octobre 2008**, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 31, p. 143, note J.-F. BARBIÈRI ; *Rev. sociétés* 2009, p. 121, note J.-J. DAIGRE ; *Bull. Joly Bourse* 2009, § 4, p. 28, note É. DEZEUZE ; *Rev. Lamy Dr. Aff.* 2009, n° 35, p. 10, note A. DETHOMAS ; *RTDF* 2008, n° 4, p. 137, obs. É. DEZEUZE.
- **Cass. crim., 5 novembre 2008**, n° 07-87086, *Gaz. Pal.* 22 janvier 2009, n° 22, p. 60, note C. ROBACZEWSKI.
- **Cass. crim., 17 décembre 2008**, n° 08-80715, inédit.
- **CA Paris, 18 décembre 2008**, *Jurisdata* n° 2008-375155, *affaire Beley*.
- **Cass. com., 10 février 2009**, n° 07-20445, *D.* 2009. p. 559, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2009. p. 328, note J.-F. BARBIÈRI ; *RTD civ.* 2009, p. 537, obs. P. JOURDAIN ; *JCP* E 2009, 1602, note B. DONDERO.
- **Cass. com., 10 février 2009**, n° 08-12564, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 110, p. 556, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2009, n° 4, comm. 74, p. 28, note D. GALLOIS-COCHET ; *Rev. sociétés* 2009, p. 359, note J.-P. MATTOUT ; *D.* 2009, p. 498, obs. A. LIENHARD.
- **Cass. crim., 11 février 2009**, n° 07-88695, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 122, p. 608, note L. CAPDEVILLE.
- **Cass. com., 3 mars 2009**, n° 08-11706, *RJDA* 6/2009, n° 555, p. 519.
- **Cass. com., 17 mars 2009**, n° 08-11.268, *RTD* com. 2009, p. 383, note P. LE CANNU et B. DONDERO.

- **Cass. 3e civ., 18 mars 2009**, n° 07-21260, *RTD civ.* 2009, p. 528, B. FAGES ; *D.* 2009, p. 950, obs. Y. ROUQUET.
- **Cass. com., 31 mars 2009**, n° 08-11860, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 131, p. 660, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2009, n° 6, comm. 116, p. 23, note D. GALLOIS-COCHET.
- **Cass. 2e civ., 9 avril 2009**, n° 08-15977, *LPA* 23 juillet 2009, n° 146, p. 18, note A. DUMERY.
- **Cass. com., 26 mai 2009**, n° 08-17138, *Dr. Sociétés* 2009, n° 10, p. 23, note T. BONNEAU.
- **Cass. com., 23 juin 2009**, n° 08-14117, *D.* 2009, p. 1824, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2009, p. 817, note J.-P. MATTOUT ; *RTD com.* 2009, p. 579, note P. LE CANNU ; *Dr. Sociétés* 2009, n° 8, comm. 160, note H. HOVASSE.
- **Cass. soc., 5 novembre 2009**, n° 08-43177, *Bull. Joly Sociétés 2010*, § 91, p. 462, note P. LE CANNU.
- **Cass. soc., 8 juillet 2009**, n° 08-41589, *Bull. Joly Sociétés* 2009, § 216, p. 1069, note V. MAGNIER et Y. PACLOT ; *JCP* E 2009, n° 44-45, 2034, p. 31, note Y. PACLOT.
- **CA Lyon, 10 septembre 2009**, *RTD com.* 2010, p. 357, note C. CHAMPAUD et D. DANET.
- **Cass. com., 10 novembre 2009**, n° 08-70302, *JCP* E 2010, n° 4, p. 41, note Y. PACLOT ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, p. 143, § 31, note B. SAINTOURENS ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 3, comm. 46, note M. ROUSSILLE.
- **CAA Douai, 15 décembre 2009**, n° 07DA01434, inédit.
- **Cass. com., 15 décembre 2009**, n° 08-21906, *DA* 2009, note A. LIENHARD ; *Bull. Joly. Sociétés* 2010, n° 4, p. 364, note L. CAMENSULI-FEUILLARD.
- **Cass. 2e civ., 21 janvier 2010**, n° 08-19984, *JCP* E 2010, n° 12, 1296, p. 25, note P. PÉTEL ; *D.* 2010, p. 321, obs. A. LIENHARD ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 4, comm. 77, note J.-P. LEGROS.
- **Cass. com., 9 mars 2010**, n° 08-21547, *Bull. Joly. Sociétés* 2010, § 109, p. 537, note D. SCHMIDT ; *JCP* E 2010, 1483, note S. SCHILLER ; *Rev. sociétés* 2010, p. 230, note H. LE NABASQUE ; *LPA* 19 novembre 2010, n° 231, p. 9, note A.-M. ROMANI ; *RTDF* 2010, n° 2, p. 60, comm. N. SPITZ ; *D.* 2010, p. 761, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2010, p. 407, note N. RONTCHEVSKY ; *RTD com.* 2010, p. 374, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 6, comm. 109, p. 17, note M-L. COQUELET ; *RTD civ.* 2010, p. 575, note P. JOURDAIN.
- **Cass. com., 23 mars 2010**, n° 09-65827, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 49, p. 378.
- **Cass. com., 30 mars 2010**, n° 08-17841, *RTD com.* 2010, p. 377, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *JCP* E 2010, II. 1416, note A. COURET.
- **Cass. crim., 8 avril 2010**, n° 09-85298, inédit.

- **Cass. com., 4 mai 2010**, n° 09-13205**,** *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 134, p. 647, note B. DONDERO ; *D*. 2010, p. 1206, note A. LIENHARD.
- **Cass. com., 18 mai 2010**, n° 09-14855, *D*. 2010, p. 2405, note A. LIENHARD.
- **Cass. com., 18 mai 2010**, n° 09-66172, inédit.
- CA Paris, 20 mai 2010, *Dr. Sociétés* 2010, n° 12, comm. 229, note D. GALLOIS-COCHET.
- **Cass. com., 15 juin 2010**, n° 09-10961, *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 171, p. 814, note B. SAINTOURENS.
- **Cass. com., 15 juin 2010**, 09-14968, *D*. 2010, p. 1552, note A. LIENHARD ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 12, comm. 231, p. 29, comm. R. MORTIER ; *RTDF* 2010, n° 3, p. 150, note N. RONTCHEVSKY.
- **Cass. 1re civ., 17 juin 2010**, n° 09-14470, *Rev. sociétés* 2010, p. 509, note J.-F. BARBIÈRI ; *RTD com*. 2010, p. 744, obs. P. LE CANNU et B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 10, comm. 181, p. 20, note M. ROUSSILLE ; *Gaz. Pal*. 5 août 2010, n° 217, p. 20, note D. HOUTCIEFF ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 171, p. 817, note B. SAINTOURENS.
- **CA Paris, 29 juin 2010**, *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 192, p. 879, note D. PORACCHIA.
- **Cass. com., 29 juin 2010**, n° 09-67369, *LPA* 24 décembre 2010, n° 256, p. 7, note A.-S. CHONÉ ; *RTD* civ. 2011, p. 87, note P. DEUMIER ; *D.* 2010, p. 2481, note D. MAZEAUD ; *RTD civ*. 2010, p. 782, note B. FAGES.
- **Cass. com., 29 juin 2010**, n° 09-11841, *D.* 2010, p. 1832, note D. MAZEAUD ; *D Actualité.* 7 juillet 2010, note X. DELPECH.
- **Cass. crim., 30 juin 2010,** n° 09-82062, *RTD com*. 2010, p. 748, note P. LE CANNU et B. DONDERO.
- **Cass. com., 14 septembre 2010**, n° 09-16084, *Rev. sociétés* 2010, p. 462, note A. LIENHARD ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 12, comm. 226, comm. D. GALLOIS-COCHET.
- **Cass. crim., 22 septembre 2010**, n° 09-87363, *Dr. Sociétés* 2011, comm. 237, obs. R. SALOMON.
- **Cass. com., 26 octobre 2010**, n° 09-71404, *Dr. Sociétés* 2011, n° 1, p. 23, note M. ROUSSILLE ; *JCP* G 2010, n° 49, 1211, p. 2282, note P. MOUSSERON ; *D.* 2010, p. 2947, note A. COURET ; *Gaz. Pal*. 16 décembre 2010, n° 350, p. 20, note A.-F. ZATTARA-GROS ; *Lexbase,* 11 novembre 2010, n° 227, note G. DE FORESTA.
- **Cass. com., 14 septembre 2010**, n° 09-16.084, *Rev. sociétés* 2010, p. 462, note A. LIENHARD.
- **CE, 30 décembre 2010**, n° 316022, inédit.

2011 à aujourd'hui

- **Cass. 1re civ., 3 février 2011**, n° 10-30093, *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 176, p. 400, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2011, n° 4, p. 17, comm. H. HOVASSE ; *JCP* E 2011, n° 10, 1194, p. 16, note M.-L. COQUELET.
- **Cass. com., 8 février 2011**, n° 10-11896, *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 129, p. 297, note C.-N. OHL et D. SCHMIDT ; *EDCO*, 1er mars 2011, n° 3, p. 7, note D. GALLOIS-COCHET ; *JCP* E 2011, n° 8, 1151, p. 24, note B. DONDERO ; *Rev. sociétés* 2011, p. 288, note P. LE CANNU ; *D.* 2011, p. 1314, note N. MOLFESSIS et J. KLEIN ; *RTD civ*. 2011, p. 493, obs. P. DEUMIER ; *D.* 2011, p. 1321, note F. MARMOZ.
- **Cass. crim., 9 février 2011**, n° 09-88454, *Dr. Sociétés* 2011, n° 5, p. 41, obs. R. SALOMON.
- **Cass. com., 1er mars 2011**, n° 10-30477, inédit.
- **Cass. com., 1er mars 2011**, n° 10-13993, *Bull. Joly Sociétés* 2008, § 113. p. 514, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2011, n° 5, comm. 89, p. 25, note M. ROUSSILLE.
- **Cass. com., 8 mars 2011**, n° 10-13988, *RTD civ*. 2011, p. 351, note B. FAGES ; *D.* 2011, p. 919, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2011, p. 404, étude. B. GRELON ; *Bull. Joly. Sociétés* 2011, § 152, p. 281, note. F.-X, LUCAS.
- **Cass. com., 29 mars 2011**, n° 10-11027, *Rev. sociétés* 2011, p. 416, note I. RIASSETTO.
- **Cass. com., 29 mars 2011**, n° 10-17667, *Dr. Sociétés* 2011, n° 7, comm. 130, comm. M. ROUSSILLE.
- **Cass. com., 28 avril 2011**, n° 09-69437, *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 519, p. 980.
- **CA Versailles, 19 mai 2011**, *Bull. Joly Sociétés* 2011, p. 597, § 320, note B. DONDERO ; *Rev. sociétés* 2012, p. 99, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 2011, p. 368, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *AJ Pénal* 2011 p. 512, note E. DAOUD et C. FRANCESCHI ; *LPA* 12 août 2011 n° 160, p. 5, note C. DUCOULOUX-FAVARD.
- **Cass. com., 31 mai 2011**, n° 09-13975, *JCP* E 2011, n° 37, 1655, p. 15, note A. COURET et B. DONDERO ; *D.* 2011, p. 1551, obs. A. LIENHARD ; *Dr. Sociétés* 2011, n° 11, p. 33, note J.-P. LEGROS.
- **Cass. 2e civ., 1 juin 2011**, n° 10-18143, *Bull. Joly. Sociétés* 2011, § 477, p. 860, note A. CONSTANTIN.
- **Cass. soc., 22 septembre 2011**, n° 09-72637, *JCP* E 2011, n° 47-1839, p. 41, note C. PUIGELIER.
- **Cass. com., 4 octobre 2011**, n° 10-23398, *Rev. sociétés* 2012, p. 38, note D. SCHMIDT ; *LPA* 5 avril 2012, p. 8, note S. ANDJECHAIRI ; *Bull. Joly Sociétés* 2011, § 510, p. 968, note B. DONDERO.

- **Cass. soc., 25 octobre 2011**, n° 10-18327, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 40, p. 74.
- **Cass. com., 15 novembre 2011**, n° 10-15049, *Dr. Sociétés* 2012, comm. 24, note M. ROUSSILLE ; *Gaz. Pal.* 11 février 2012, p. 19, note B. SAINTOURENS ; *JCP* E 2011, 1893, note A. COURET et B. DONDERO ; *D.* 2012, p. 134, obs. A. LIENHARD ; *Bull. Joly. Sociétés* 2012, p. 112, § 116, note H. LE NABASQUE.
- **Cass. com., 8 novembre 2011**, n° 10-24438, *D.* 2012, p. 415, note A. LIENHARD ; *D.* 2012, p. 415, note E. SCHLUMBERGER ; *Rev. sociétés* 2012, p. 238, note A. VIANDIER ; *Bull. Joly Société* 2012, § 172, p. 297, note F. -X. LUCAS.
- **Cass. com., 15 novembre 2011**, n° 09-10893, *Rev. sociétés* 2012, p. 234, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2012, n° 3, comm. 43, comm. D. GALLOIS-COCHET.
- **CAA Lyon, 8 décembre 2011**, *Dr. fisc.* 2012, n° 12, comm. 197, comm. P. MONNIER.
- **Cass. com., 13 décembre 2011**, n° 10-26968, *Rev. sociétés* 2012, p. 109, note S. PRÉVOST ; *RDC* 2012, n° 4, p. 1267, note A.-S. BARTHEZ ; *JCP* E 2012, n° 5,1087, note J.-F. CARRÉ et S. BOL.
- **CA Paris, 14 février 2012**, *Rj com.* janvier 2013, n° 6, p. 42.
- **Cass. 1re civ., 8 mars 2012**, n° 11-14234, *Gaz. Pal*. 3 mai 2012, n° 124, p. 11, note M. MEKKI ; *LPA* 10 août 2012, n° 160, p. 8, note A. FAUTRÉ-ROBIN.
- **Cass. com., 20 mars 2012**, n° 11-17150, *Gaz. Pal.* 11 août 2012, n° 224, p. 25, note B. DONDERO.
- **Cass. com., 3 avril 2012**, n° 11-11943, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 634, p. 383, note J.-F. BARBIÈR.
- **Cass. 2e civ., 12 avril 2012**, n° 11-10228, *JCP* E 2012, n° 22, 1338, note A. CERATI-GAUTHIER.
- **Cass. com., 12 juin 2012**, n° 11-14724, inédit.
- **Cass. soc., 12 juin 2012**, n° 11-10135, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 481, p. 852, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2012, n° 10, comm. 161, p. 25, note M. ROUSSILLE ; *JCP* E 2012, n° 42, 1617, p. 17, note M. ROUSSILLE.
- **Cass. soc., 3 mai 2012**, n° 10-20998, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 314. p. 562, note H. BARBIER.
- **Cass. crim., 16 mai 2012**, n° 11-85150, *Rev. sociétés* 2012, p. 697, note P. LE CANNU ; *AJ Pénal* 2012, p. 540, note B. BOULOC ; *Gaz. Pal*. 28 juin 2012, n° 180, p. 7, note R. MÉSA ; *Bull. Joly Sociétés 2012*, p. 579, § 306, note B. DONDERO ; *JCP* E 2012, 1396, note C. DUCOULOUX-FAVARD.

- **Cass. soc., 12 juin 2012**, n° 11-10135, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 481, p. 852, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2012, n° 10, comm. 161, p. 25, note M. ROUSSILLE ; *JCP* E 2012, n° 42, 1617, p. 17, note M. ROUSSILLE.
- **Cass. 2e civ., 14 juin 2012**, n° 11-17367, *Gaz. Pal*. 29 juin 2013, n° 180, p. 25, note B. DONDERO.
- **CAA Paris, 21 juin 2012**, *LPA* 29 août 2012, n° 173, p. 3, obs. F. PERROTIN.
- **Cass. soc., 27 juin 2012**, n° 11-21643, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 361, p. 614.
- **Cass. soc., 27 juin 2012**, n° 11-11075, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 362, p. 614.
- **Cass. soc., 27 juin 2012**, n° 11-10954, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 363, p. 614.
- **Cass. com., 10 juillet 2012**, n° 11-19563, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 400, p. 712, note M. GERMAIN et P.-L. PÉRIN.
- **CA Nancy, 24 juillet 2012**, *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 447, p. 792.
- **CA Nancy, 5 septembre 2012**, *Dr. Sociétés* 2013, n° 1, comme. 9, note D. GALLOIS-COCHET.
- **Cass. com., 25 septembre 2012**, n° 11-18312, *Bull. Joly Sociétés* 2013, n° 1, § 20, p. 48, note I. PARACHKÉVOVA ; *Dr. Sociétés* 2012, comm. 206, p. 19, note M. ROUSSILLE ; *Rev. sociétés* 2013, p. 286, note J.-F. BARBIÈRI ; *D.* 2012, p. 2302, obs. A. LIENHARD.
- **Cass. com., 25 septembre 2012**, n° 11-22754, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 68, p. 207, note B. DONDERO ; *D.* 2012, p. 2302, note A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2013, p. 224, note A. LECOURT.
- **Cass. com., 23 octobre 2012**, n° 11-23376, *Dr. Sociétés* 2013, n° 2, comm. M. ROUSSILLE ; *D*. 2013, p. 391, obs. S. AMARANI-MEKKI et M. MEKKI ; *Gaz. Pal*. 24 janvier, n° 24, 2013, p. 14, obs. D. HOUTCIEFF ; *Gaz. Pal*. 22 décembre 2012, n° 21, p. 21, obs. B. DONDERO.
- **Cass. com., 6 novembre 2012**, n° 11-20582, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 59, p. 125, note B. DONDERO ; *Dr. Sociétés* 2013, n° 2, p. 31, comm. D. GALLOIS-COCHET ; *Gaz. Pal*. 22 décembre 2012, n° 357, p. 25, obs. A.-F. ZATTARA-GROS.
- **CAA Nantes, 13 décembre 2012**, n° 11NT02118, inédit.
- **Cass. com., 18 décembre 2012**, n° 11-24305, *Dr. Sociétés* 2013, comm. 48, note M. ROUSSILLE ; *D.* 2013, p. 288, note T. FAVARIO ; *EDCO*, 1er mars 2013, n° 3, p. 2, note M. CAFFIN-MOI ; *Gaz. Pal.* 6 avril 2013, n° 96, p. 21, note K. GRÉVAIN-LEMERCIER.
- **Cass. crim. 19 décembre 2012**, n° 11-86702, *D.* 2013, p. 1647, obs. C. MASCALA.
- **Cass. com., 15 janvier 2013**, n° 11-28244, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 99, p. 197, note H. LE NABASQUE ; *RTD com.* 2013, p. 85, obs. P. LE CANNU et B. DONDERO ; *D.* 2013 p. 539, note B. DONDERO.

- **CA Rouen, 26 février 2013**, *CSB* 30 juin 2013, n° 253, p. 205.
- **Cass. com., 26 février 2013**, n° 11-22531, *JCP* E 2013, n° 13, 1182, p. 32, note B. DONDERO ; *Rev. sociétés* 2013, p. 288, note D. SCHMIDT ; *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 155, p. 330, note J.-F. BARBIÈRI.
- **Cass. soc., 27 février 2013**, n° 11-21354.
- **Cass. com., 12 mars 2013**, n° 12-11970, inédit.
- **Cass. soc., 13 mars 2013**, n° 11-28020, *Bull. Joly Société* 2013, § 179, p. 392, note B. SAINTOURENS.
- **CAA Nantes, 14 mars 2013** n° 12NT00230, inédit.
- **Cass. 2e civ., 14 mars 2013**, n° 12-12649, *Gaz. Pal*. 4 février 2014, n° 35, p. 19, note B. DONDERO.
- **Cass. 2e civ., 14 mars 2013**, n° 12-12649, *Gaz. Pal*. 4 février 2014, n° 35, p. 19, note B. DONDERO.
- **Cass. com., 26 mars 2013**, n° 12-14870, *RDC* 2013, n° 3, p. 888, note Y.-M. LAITHIER.
- **Cass. com., 3 avril 2013**, n° 12-15492, *JCP* E 2013, 1328, note H. HOVASSE ; *Dr. Sociétés* 2013, n° 8, comm. 138, p. 25, note M. ROUSSILLE ; *D.* 2013, p. 1384, note B. DONDERO ; *Gaz. Pal.* 29 juin 2013, n° 180, p. 38, note A.-F. ZATTARA-GROS ; *Rev. sociétés* 2013, p. 560, note A. REYGROBELLET.
- **Cass. soc., 10 avril 2013**, n° 11-25841, *Gaz. Pal.* 23 mai 2013, n° 143, p. 24.
- **Cass. com., 14 mai 2013**, n° 11-22845, *D.* 2013, p. 2319, B. DONDERO ; *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110n7, p. 634, note A. GAUDEMET.
- **Cass. com., 16 avril 2013**, n° 09-14999, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 562, note M. CAFFIN-MOI.
- **Cass. civ, 23 mai 2013**, n° 12-11652, inédit.
- **Cass. crim., 5 juin 2013**, n° 12-80387, *Dr. Sociétés* 2013, n° 10, comm. 168, p. 22, note R. SALOMON.
- **Cass. com., 25 juin 2013**, n° 12-21206, *Gaz. Pal.* 19 novembre 2013, n° 323, p. 16, note N. BARGUE ; *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 110, p. 713, note B. DONDERO.
- **CA Paris, 4 juillet 2013**, *Gaz. Pal.* 4 février 2014, n° 35, p. 26, note B. DONDERO.
- **Cass. 2e civ., 12 septembre 2013**, n° 12-24650, *Resp. civ. et assur.* 2013, n° 11, comm. 360, p. 7, note D. BAKOUCHE.
- **Cass. com., 24 septembre 2013**, n° 12-24917, *Bull. Joly Sociétés* 2013, § 111, p. 798, note S. MESSAÏ-BAHRI.
- **CA Paris, 24 octobre 2013**, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111, p. 86, note D. PORACCHIA.

- **Cass. com., 26 novembre 2013**, n° 12-25004, *Bull. Joly Société* 2014, § 111, p. 169, note M. ROUSSILLE ; *RTD com*. 2014 p. 142, note B. DONDERO.
- **Cass. com., 3 décembre 2013**, n° 12-19881, *Gaz. Pal.* 6 mai 2014, n° 126, p. 18, note B. DONDERO.
- **Cass. com., 17 décembre 2013**, n° 12-27213, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 6, p. 147, note B. DONDERO.
- **Cass. soc., 18 décembre 2013**, n° 12-20866, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111, p. 82.
- **CA Paris, 19 décembre 2013**, *Rev. sociétés* 2014, p. 306, note A. VIANDIER.
- **Cass. 2e civ., 16 janvier 2014**, n° 12-27484, *RGDA* 2014, n° 3, p. 147, note L. MAYAUX.
- **Cass. com., 21 janvier 2014**, n° 12-29452, *D*. 2014, p. 274, note A. LIENHARD ; *Gaz. Pal.* 6 mai 2014, n° 126, p. 14, note F. WIZMANE.
- **Cass. crim., 22 janvier 2014**, n° 12-83579, *LPA* 27 mars 2014, n° 62, p. 13, note L. RUET ; *D*. 2014, p. 600, note N. RONTCHEVSKY ; *Rev. sociétés* 2014, p. 321, note B. BOULOC ; *RSC* 2014, p. 106, obs. F. STASIAK ; *RTD com*. 2014, p. 159, obs. N. RONTCHEVSKY ; *D*. 2014, p. 1736, obs. J. PRADEL ; A*J Pénal* 2014, p. 180, note J. LASSERRE CAPDEVILLE ; *RTD com*. 2014, p. 435, note B. BOULOC ; *JCP* G 2014, n° 12, 345, p. 533, note C. MAURO ; *RD bancaire et fin*. 2014, n° 2, p. 80, note P. PAILLER.
- **Cass. com., 4 février 2014**, n° 13-13386, *RDC* 2014, n° 3, p. 372, note G. VINEY ; *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112, p. 435, note B. DONDERO ; *LPA* 26 mars 2014, n° 61, p. 10, note J.-F. BARBIÈRI.
- **Cass. com., 11 mars 2014**, n° 12-12074, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111z7, p. 387, note J.-J. ANSAULT.
- **Cass. com., 11 mars 2014**, n° 13-10188, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 111z7, p. 387, note J.-J. ANSAULT.
- **Cass. com., 6 mai 2014**, n° 13-17632, *Bull. civ*., IV, n° 81, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112, p. 449, note S. TORCK ; *RD bancaire et fin*. 2014, n° 4, p. 54, note P. PAILLER ; *Bull. Joly Bourse* 2014, § 111, p. 340, note A. GAUDEMET ; *Dr. Sociétés* 2014, n° 8-9, comm. 126, p. 30, comm. M. ROUSSILLE ; *JCP* E 2014, n° 27, 1360, p. 23, note A. BALLOT-LÉNA.
- **Cass. soc., 21 mai 2014**, n° 13-16663, *Rev. sociétés* 2014, p. 494, note B. SAINTOURENS ; É. BIGET.
- **Cass. com., 27 mai 2014**, n° 12-28657, *Bull. Joly Sociétés* 2014, § 112d4, p. 467, note E. MOUIAL-BASSILANA.
- **Cass. 2e civ., 12 juin 2014**, n° 13-15836, *RGDA* 2014, n° 10, p. 496, note J. KULLMANN.

- **Cass. com., 23 septembre 2014**, n° 13-17347, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113m6, p. 260, note P. DUPICHOT.
- **CAA Paris, 4 novembre 2014,** n° 14pa00869, inédit.
- **Cass. com., 4 novembre 2014**, n° 13-20158, inédit.
- **Cass. com., 4 novembre 2014**, n° 13-24889, *Gaz. Pal.* 27 janvier 2015, n° 27, p. 13, comm. A.-F. ZATTARA-GROS ; *Dr. Sociétés*, 2015, n° 1, p. 24, comm. 7, comm. D. GALLOIS-COCHET ; *Rev. sociétés* 2015, p. 108, note L. GODON ; *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 112x8, p. 13, note P.-L. PÉRIN ; *JCP* E 2014, n° 51-52, 1652, p. 31, note B. DONDERO.
- **Cass. com., 2 décembre 2014**, n° 13-19144, inédit.
- **Cass. com., 9 décembre 2014**, n° 13-26298, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113, p. 134, note P. DUPICHOT.
- **Cass. crim., 17 décembre 2014**, n° 14-90042, *Dr. pén.* 2015, comm. 23, obs. J-H. ROBERT ; *Dr. pén.* 2015, comm. 29, obs. V. PELLETIER ; *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112, p. 97, obs. B. DE SAINT MARS.
- **Cass. com., 16 décembre 2014**, n° 13-25765, *Bull. Joly Entreprises en Difficulté* 2015, § 111z7, p. 112, note S. BENILSI ; *EDED* 2015, n° 1, p. 4, note P. RUBELLIN.
- **Cass. crim., 17 décembre 2014**, n° 13-87968, *RTD com*. 2015, p. 387, note B. BOULOC ; *Rev. sociétés* 2015, p. 386, note B. BOULOC.
- **Cass. crim., 28 janvier 2015**, n° 14-90049, inédit.
- **Cass. com., 10 février 2015**, n° 14-11760, *Gaz. Pal*. 28 juillet 2015, n° 209, p. 26, note J.-M. MOULIN ; *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113m5, p. 234, note F. DANOS.
- **Cass. soc., 18 février 2015**, n° 12-28970, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113, p. 229, note J.-J. ANSAULT ; *Gaz. Pal*. 12 mai 2015, n° 132, p. 29, note B. DONDERO.
- **Cass. com., 3 mars 2015**, n° 14-11840, *Gaz. Pal*. 12 mai 2015, n° 132, p. 30, note J.-M. MOULIN.
- **Cons. const., 18 mars 2015**, 2014-453/454 QPC et n° 2015-462 QPC, *JORF* du 20 mars 2015, n° 0067, p. 5183, *D*. 2015, p. 894, note A.-V. LE FUR et D. SCHMID ; *D*. 2015, p. 874, note O. DÉCIMA ; *AJDA* 2015, p. 1191, étude P. IDOUX, S. NICINSKI et E. GLASE ; *Rev. sociétés* 2015, p. 380, note H. MATSOPOULOU ; *Journ. sociétés* 2015, p. 3, obs. H. LÉCUYER ; *D*. 2015, p. 1506, obs. C. MASCALA ; *Gaz. Pal*. 27 juin 2015, n° 178, p. 12, note A. BONNET et N. RÉGIS ; *Gaz. Pal*. 16 mai 2015, n° 136, p. 16, note E. RASCHEL ; *Dr. Sociétés* 2015, n° 5, p. 42, note R. SALOMON ; *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112, p. 204, note T. BONNEAU ; *AJ Pénal* 2015, p. 172, note C. MAURO ; *Gaz. Pal*. 12 mai 2015, n° 132, p. 7, note J.-M. MOULIN.

- **CAA Nancy, 26 mars 2015**, n° 13NC01466, inédit.
- **Cass. com., 31 mars 2015**, n° 14-14575, *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 113t0, p. 363, note S. MESSAÏ-BAHRI.
- **Cass. com., 12 mai 2015**, n° 13-28504, *D*. 2015, p. 1096, obs. A. LIENHARD.
- **Cass. com., 19 mai 2015**, n° 14-10348, *Gaz. Pal*. 28 juillet 2015, n° 209, p. 23, note B. DONDERO.
- **Cass. com., 3 juin 2015**, n° 14-14144, inédit ; Cass. com., 12 mai 2015, n° 14-13104, inédit.
- **TGI Paris, 18 juin 2015**, *LPA* 29 juin 2015, n° 128, p. 4, note O. DUFOUR ; *Gaz. Pal*. 20 juin 2015, n° 171, p. 3, note O. DUFOUR.
- **CAA Nantes, 25 juin 2015**, n° 14NT00421, inédit.
- **Cass. com., 30 juin 2015**, n° 14-15984, *JCP* E 2015, n° 30, 1373, p. 37.
- **Cass. soc., 1er juillet 2015**, n° 14-13457, inédit.

Arrêts de la cour de justice de l'union européenne

- **CJUE, 23 décembre 2009**, n° C-45/08, *D*. 2010, p. 85, note A. LIENHARD ; *D*. 2010, p. 1663, note C. MASCALA ; *RSC* 2010, p. 156, obs. F. STASIAK ; *RSC* 2010, p. 244, obs. L. IDOT ; *Rev. Lamy. dr. aff*. 2010, n° 45, p. 35, note D. CHEMIN-BOMBEN ; *RD bancaire et fin.* 2010, n° 2, p. 91, note T. BONNEAU ; *Dr. Sociétés* 2010, n° 5, comm. 96, p. 31, comm. R. MORTIER ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, § 73, p. 346, note D. SCHMIDT.
- **CJUE, 11 mars 2015**, n° C-628/13, *Bull. Joly Bourse* 2015, § 112, p. 209, note A. GAUDEMET.

Arrêts de la cour européenne des droits de l'homme

- **CEDH, 21 janvier 1999**, n° 29183/95, *Fressoz et Roire c/ France*, *JCP* G 1999, II, 10120, note E. DERIEUX ; *JCP* G 1999, I, 149, obs. B. TEYSSIÉ.
- **Cour EDH, 4 mars 2014**, n° 18640/10, *Rev. sociétés* 2014, p. 675, note H. MATSOPOULOU ; *RSC* 2014, p.110, obs. F. STASIAK ; *RSC* 2015, p. 169, obs. J.-P. MARGUÉNAUD ; *RTD eur*.

2015, p. 235, obs. L. D'AMBROSIO et D. VOZZA ; *RD bancaire et fin*. 2014, n° 4, p. 1, note T. BONNEAU ; *RJEP* 2014, n° 724, p. 31, note G. ECKERT.

Décisions de l'AMF

- **Décis. AMF, 3 novembre 2004**, *Banque et Droit*, janvier 2005, n° 100, p. 20, obs. H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE ; *Rev. sociétés* 2007, p. 335, note J.-L. NAVARRO.
- **Décis. AMF, 5 juillet 2007**, *Bull. Joly Sociétés* 2007, § 332, p. 1261, note J.-F. BARBIÈRI.
- **Décis. AMF, 11 décembre 2008**, *Banque et Droit*, mai 2009, n° 125, p. 32, obs. H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT MARS, J.-P. BORNET.
- **Décis. AMF, 17 septembre 2009**, *Dr. Sociétés* 2010, n° 5, comm. 98, note R. MORTIER.
- **Décis. AMF, 1 octobre 2009**, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 3, p. 22, note J.-P. PONS-HENRY.
- **Décis. AMF, 21 octobre 2010**, *Bull. Joly Bourse* 2011, § 53, p. 87, note F.- M. LAPRADE.
- **Décis. AMF, 17 décembre 2009**, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 28, p. 223, note D. BOMPOINT ; *Rev. sociétés* 2010, p. 264, note P. DIDIER.
- **Décis. AMF, 17 mars 2010**, *Bull. Joly Bourse* 2010, § 30, p. 237, note C. ARSOUZE.
- **Décis. AMF, 7 novembre 2013**, *JCP* E 2014, n° 8, 1092, p. 43, note D. MARTIN, M. FRANÇON.

Décisions étrangères

- **U.S. Supreme Court, 9 juin 1975**, n° 74-124, *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*.
- **U.S. Supreme Court, 7 mars 1988**, n° 86-279, *Basic, Inc. v. Levinson*.
- **U.S. Court of Appeals for the First Circuit, 1996**, n° 82 F.3d 1194, *Shaw v. Digital Equipment Corp Wilensky*.
- **U.S. Northern District of California Court, 1998**, n° 2 F. Supp.2d 1231, *Wenger v. Lumisys, Inc.*
- **U.S. Court of Appeals for the Tenth Circuit, 13 avril 2010**, n° 09-1196, *SEC v. Curshen*.
- **U.S. Supreme Court, 23 juin 2014**, n° 13–317, *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*.

VIII) TEXTES LÉGISLATIFS ET PROPOSITIONS DE LOI

Les textes français

- **Loi du 24 juillet 1867** relative aux sociétés commerciales, codifiée par l'Ordonnance n° 2000-912 du 18 septembre 2000 relative à la partie législative du code de commerce, *JORF* du 21 septembre 2000, n° 0219, p. 14783.
- **Loi du 16 novembre 1940** relative aux sociétés anonymes, *JORF* du 9 septembre 1950, p. 1398.
- **Loi n° 145 du 4 mars 1943** relative aux sociétés par actions, *JORF* du 6 mars 1943, p. 642.
- **Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966** sur les sociétés commerciales, *JORF* du 26 juillet 1966, p. 6402.
- **Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967** instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, *JORF* du 29 septembre 1967.
- **Loi n° 70-1322 du 31 décembre 1970** relative à l'ouverture d'options de souscription ou d'achat d'actions au bénéfice du personnel des sociétés, *JORF* du 3 janvier 1971, p. 77.
- **Décret n° 83-1020 du 29 novembre 1983** pris en application de la loi n° 83-353 du 30 avril 1983 et relatif aux obligations comptables des commerçants, *JORF* du 1er décembre 1983, p. 3461.
- **Loi n° 85-98 du 25 janvier 1985** relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, *JORF* du 26 janvier 1985, p. 1097.
- **Loi n° 85-695 du 11 juillet 1985** portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, *JORF* du 12 juillet 1985, p. 7859.
- **Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985** modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse, *JORF* du 14 décembre 1985.
- **Loi n° 89-531 du 2 août 1989** relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, *JORF* du 4 août 1989, p. 9822.
- **Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001** relative aux nouvelles régulations économiques, *JORF* du 16 mai 2001, n° 113, p. 7776.

- **Circulaire du Garde des Sceaux, Ministre de la Justice, du 23 janvier 2002** relative à la présentation des dispositions pénales de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, *JCP E* 2002, n° 13, 550, p. 580.
- **Assemblée Nationale**, Amendement 13, Débats, 2e séance du 1er octobre 2002.
- **Loi n° 2002-1303 du 29 octobre 2002** modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux, *JORF* du 30 octobre 2002, p. 17992.
- **Loi n° 2003-706 du 1er août 2003** de sécurité financière, *JORF* du 2 août 2003, n° 177, p. 13220.
- **Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004** portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale, *JORF* du 26 juin 2004, n° 147, p. 11612.
- **Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004** de finance pour 2005, *JORF* du 31 décembre 2004, n° 304, p. 22459.
- **Loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005** portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, *JORF* du 21 juillet 2005, n° 168, p. 11835.
- **Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005** pour la confiance et la modernisation de l'économie, *JORF* du 27 juillet 2005, n° 173, p. 12160.
- **Instruction du 3 octobre 2005**, BOI 7S-7-05, *Dr. fisc*. 2005, n° 42, instr.13405.
- **Loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006** pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social, *JORF* du 31 décembre 2006, n° 303, p. 20210.
- **Amendement n° 425**, présenté par M. BRARD, M. SANDRIER, M. MUZEAU, visant à plafonner le montant des indemnités de départ à vingt fois le salaire moyen mensuel des salariés de l'entreprise bénéficiaire,10 juillet 2007.
- **Loi n° 2007-1786 du 19 décembre 2007** de financement de la sécurité sociale pour 2008, *JORF* du 21 décembre 2007, n° 296, p. 20603.
- **Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008** portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire, *JORF* du 4 juillet 2008, n° 0155, p. 10705.
- **Décret n° 2008-448 du 7 mai 2008** pris pour l'application des articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du code de commerce et relatif à la publicité des rémunérations différées, *JORF* du 11 mai 2008, n° 0110, p. 7831
- **Loi n° 2008-776 du 4 août 2008** de modernisation de l'économie, *JORF* du 5 août 2008, n° 181, p. 12471.

- **Loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008** en faveur des revenus du travail, *JORF* du 4 décembre 2008, n° 0282, p. 18488.
- **Loi n° 2008-1330 du 17 décembre 2008** de financement de la sécurité sociale pour 2009, *JORF* du 18 décembre 2008, n° 0294, p. 19291.
- **Ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008** portant réforme du droit des entreprises en difficulté, *JORF* du 19 décembre 2008, n° 0295, p. 19462.
- **Loi n° 2008-1425 du 27 décembre 2008** de finances pour 2009, *JORF* du 31 décembre 2008, n° 0304, p. 20566.
- **Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009** relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, *JORF* du 23 janvier 2009, n° 19, p. 1429.
- **Décret n° 2009-348 du 30 mars 2009** relatif aux conditions de rémunération des dirigeants des entreprises aidées par l'État ou bénéficiant du soutien de l'État du fait de la crise économique et des responsables des entreprises publiques, *JORF* du 31 mars 2009, n° 0076, p. 5622.
- **Décret n° 2009-445 du 20 avril 2009** portant modernisation du fonctionnement du Fonds de développement économique et social, *JORF* du 22 avril 2009, n° 0094, p. 6897.
- Loi n° 2009-431 du 20 avril 2009 de finances rectificative pour 2009, *JORF* du 22 avril 2009, n° 0094, p. 6872.
- **Proposition de loi du 13 mai 2009,** déposée par François SAUVADET, Charles DE COURSON et les membres du groupe Nouveau Centre, visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes, *AN*, n° 1671.
- **Proposition de loi du 2 septembre 2009**, déposée par Jean-Marc Ayrault et les membres du groupe SRC, visant à rendre plus justes et plus transparentes les politiques de rémunérations des dirigeants d'entreprises et des opérateurs de marché, *AN*, n° 1896.
- **Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010** portant transposition de la directive 2007/36/ CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JORF* du 10 décembre 2010, n° 286, p. 21612.
- **Instruction du 25 mai 2011** relative à la contribution salariale sur les gains de levée d'options sur titres et d'acquisition d'actions gratuites, *BOI*, 3 juin 2011.
- **Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012** relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives, *JORF* du 23 mars 2012, n° 0071, p. 5226.
- **Décret n° 2012-67 du 20 janvier 2012** fixant les seuils imposant la création d'un comité des rémunérations dans les établissements de crédit, entreprises d'investissement et sociétés de capital-risque, *JORF* du 22 janvier 2012, n° 0019, p. 1285.

- **Décret n° 2012-915 du 26 juillet 2012** relatif au contrôle de l'État sur les rémunérations des dirigeants d'entreprises publiques, *JORF* du 27 juillet 2012, n° 0173, p. 12283.
- **Loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013** de finances pour 2014, *JORF* du 30 décembre 2013, n° 0303, p. 21829.
- **Ordonnance n° 2014-158 du 20 février 2014** portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière, *JORF* du 21 février 2014, n° 0044, p. 3022.
- **Ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014** relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises, *JORF* du 2 août 2014, n° 0177, p. 12820.
- **Décret n° 2015-545 du 18 mai 2015** pris pour application de l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014, *JORF* du 20 mai 2015, n° 0115, p. 8506.
- **Loi n° 2015-990 du 6 août 2015** pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (dite loi Macron), *JORF* du 7 août 2015, n° 0181, p. 13537.
- **Exposé des motifs de la loi n° 2015-177 du 16 février 2015** relative à la modernisation et à la simplification du droit et des procédures dans les domaines de la justice et des affaires intérieures, disponible sur http://www.legifrance.gouv.fr/affichLoiPubliee.do;jsessionid=B1B37D8A30E1A241959C5A0F969227D1.tpdila15v_2?idDocument=JORFDOLE000028244542&type=expose&typeLoi=&legislature=14.

Les textes européens

- **Directive 78/660/CEE du Conseil (4ème directive) du 25 juillet 1978** fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, *JOUE* du 14 août 1978, n° L 222, p. 11.
- **Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003** sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), *JOUE* du 12 avril 2003, n° L 96, p. 16.
- **Directive 2003/124/CE de la commission du 22 décembre 2003** portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *JOUE* du 24 décembre 2003, n° L 339, p.70.

- **Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004** portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes, *JOUE* du 30 avril 2004, n° L 162, p. 70.
- **Règlement de la Commission européenne n° 809/2004 du 29 avril 2004** mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *JOUE* du 30 avril 2004, n° L 149, p. 1.
- **Décision de la Commission européenne n° 2004/706/CE du 15 octobre 2004** instituant le forum européen du gouvernement d'entreprise, *JOUE* du 22 octobre 2004, nº L 321, p. 53.
- **Règlement n° 211/2005 du 4 février 2005**, rendant obligatoire l'utilisation de la norme IFRS 2 dans les comptes consolidés des sociétés cotées au sein de l'Union Européenne, *JOUE* du 11 février 2005, L 41/1.
- **Directive 2006/46/CE du parlement européen et du conseil du 14 juin 2006** modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance, *JOUE* du 16 août 2006, n° L 224, p. 4.
- **Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil** concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JOUE* du 11 juillet 2007, n° L 184, p. 17.
- **Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil** concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JOUE* du 11 juillet 2007, n° L 184, p. 17.
- **Plan d'action de la Commission européenne**, « 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 740 final, 12 décembre 2012.
- **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'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, *JOUE* du 29 juin 2013, n° L 182, p. 19.

- **Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil du 9 avril 2014** 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.
- **Règlement n° 537/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014** relatif aux exigences spécifiques applicables au contrôle légal des comptes des entités d'intérêt public et abrogeant la décision 2005/909/CE de la Commission, *JOUE* du 27 mai 2014, n° L 158, p. 98.
- **Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014** relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, *JOUE* du 12 juin 2014, n° L. 173, p. 179, art. 3, 4 et 5.
- **Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014** sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003, *JOUE* 12 juin 2014, n° L. 173, p. 173, art. 30.

Les textes étrangers

Allemagne: German Stock Corporation Act (Aktiengesetz), 18 septembre 2013.

Australie: CLERP 9, *Corporations Act*, 2001.

Danemark : The Danish companies Act 2010.

États-Unis :

- **Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX Act)**, Pub. L. 107−204, 116 Stat. 745, H.R. 3763, 30 juillet 2002.
- **Emergency Economic Stabilization Act, Pub**. L. 110–343, 122 Stat. 3765, 3 october 2008.
- **American Recovery and Reinvestment Act**, Pub. L. 111–5, 123 Stat. 115, 17 february 2009.
- **Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**, Pub. L. 111–203, 124 Stat. 1376, H.R. 4173, 21 july 2010.
- Private Securities Litigation Reform Act, Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737, December 1995.

Espagne : Sustainable Economy Law 2/2011, 4 mars 2011.

Pays-Bas : Burgerlijk Wetboek (Code civil).

Royaume-Uni :

- The Directors Remuneration Report Regulations de 2002, SI 2002/1986, remplacé par: Large and Medium- sized Companies and Groups Regulations de 2008, SI 2008/373.
- Enterprise and Regulatory Reform Act, 2013 (c. 24), § 79.
- Companies Act 2006.

Suède :

- Swedish Companies Act 2006.
- Instruction 3-2006, « Changes in application of certain rules in the Swedish code of corporate governance », 18 décembre 2006.

Suisse : Constitution fédérale du 18 avril 1999, art. 95, al. 3.

IX) RAPPORTS, POSITIONS, CODES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE, RECOMMANDATIONS ET RÉPONSES MINISTÉRIELLES

Rapports

- **Rapport CADBURY**, « The financial aspects of corporate governance », décembre 1992.
- **Rapport GREENBURY**, « Directors remuneration », juillet 1995.
- **Rapport de M. VIÉNOT**, « Le conseil d'administration des sociétés cotées », Rapport CNPF/AFEP, Juillet 1995.
- **Rapport de P. MARINI** remis au Premier Ministre en juillet 1996 sur la modernisation du droit des sociétés, Paris : La documentation française.
- **Rapport HAMPEL**, « Committee on corporate governance », janvier 1998.
- **Rapport AFEP-MEDEF**, « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc VIENOT », juillet 1999.
- **Rapport de E. BESSON du 6 avril 2000** sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques, *AN*, n° 2327.
- **Rapport de P. HOUILLON du 25 septembre 2002**, modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux, *AN*, n° 233.

- **Rapport de D. BOUTON**, « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », AFEP-MEDEF, 23 septembre 2002.
- **Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés (Rapport Winter)**, « Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés », Bruxelles, 4 novembre 2002.
- **Rapport de la Cour de cassation**, « La responsabilité », Paris : La documentation française, 2002.
- **Rapport pour avis de P. HOUILLON**, du 8 avril 2003 sur le projet de loi de sécurité financière, *AN*, n° 772.
- **Rapport d'information de P. CLÉMENT** du 2 décembre 2003 sur la réforme du droit des sociétés, *AN*, n° 1270.
- **Rapport de G. CARREZ** du 25 mai 2005 sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, *AN*, n° 2342.
- **Rapport pour avis de F-N. BUFFET** du 29 juin 2005 sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, *AN*, n° 437.
- **Rapport de l'AMF**, « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France », 6 septembre 2005.
- **Rapport de J.-M. DUBERNARD** du 26 septembre 2006 sur le projet de loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié, *AN*, n° 3339.
- **Rapport de S. HUYGHE** du 4 juillet 2007, sur l'article 7 du projet de loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, *AN*, n° 58.
- **Rapport de J.-C. TAUGOURDEAU** du 4 juillet 2007 sur le projet de loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, *AN*, n° 59.
- **Rapport de G. CARREZ** du 5 juillet 2007 sur le projet de loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, *AN*, n° 62.
- **Rapport de P. MARINI** du 19 juillet 2007 sur la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, *AN*, n° 404.
- **Ministère de la Culture et de la Communication**, « Rapport annuel de la commission de terminologie et de néologie », 2008, p. 85, disponible sur http://www.dglflf.culture.gouv.fr/cogeter/Rapport_Cogeter_2008.pdf.
- **Rapport au garde des Sceaux, ministre de la Justice de J.-M. COULON** du janvier 2008 sur la dépénalisation de la vie des affaires, Paris : La documentation française, coll. Rapports officiels, 2008.

- **Rapport de J.-P. CHARIÉ** du 22 mai 2008 sur le projet de loi de modernisation de l'économie, *AN*, n° 908.
- **Rapport de l'AMF** sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en œuvre des recommandations AFEP /MEDEF, 9 juillet 2009.
- **Rapport de C. DE COURSON** du 16 juin 2009 sur la proposition de loi de M. François Sauvadet et plusieurs de ses collègues, visant à démocratiser le mode de fixation des rémuné rations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes, *AN*, n° 1737.
- **Rapport de P. HOUILLON** du 7 juillet 2009 sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés, *AN*, n° 1798.
- **Rapport de P. Vuilque** du 7 octobre 2009 sur la proposition de loi visant à rendre plus justes et plus transparentes les politiques de rémunérations des dirigeants d'entreprises et des opérateurs de marché, *AN*, n° 1955.
- **Rapport de l'AMF**, « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs », 25 janvier 2011.
- **Rapport de la CNCC**, « Le rapport spécial du commissaire aux comptes sur les conventions et engagements réglementés », juin 2011.
- **Rapport de l'AMF**, « Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », 7 février 2012.
- **Rapport de l'AMF, recommandation n° 2012-14,** sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 11 octobre 2012.
- **Rapport de J.-M. CLÉMENT et P. HOUILLON** du 20 février 2013 sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, *AN*, n° 737.
- **ESMA**, « Final report feedback: statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry », 19 février 2013, p. 3.
- **Rapports du Conseil d'État**, *Le droit souple*, Paris : La documentation française, coll. Les rapports du Conseil d'État, 2013.
- **Rapport de l'AMF, recommandation n° 2013-15,** sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 10 octobre 2013.
- **AFEP-MEDEF**, « 5ème rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF », octobre 2013.
- **Rapport de l'AMF, recommandation DOC-2013-20**, sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des valeurs moyennes et petites, 18 novembre 2013.
- **Rapport de l'AMF, recommandation n° 2014-08,** sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 22 septembre 2014.
- **HCGE**, « Rapport d'activité », octobre 2014.

- **HCGE**, « Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de juin 2013 », décembre 2014,
- **Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014**, *JORF* du 2 août 2014, n° 0177.
- **IGF**, « Encadrement des retraites chapeau », décembre 2014.
- **Proxinvest**, « Les assemblées générales des sociétés cotées françaises, saison 2014 », Le dix-huitième rapport annuel, décembre 2014.
- **Rapport de l'AMF**, « L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché proposition de réforme », 19 mai 2015.
- **Proxinvest**, « La Rémunération des Dirigeants des sociétés du SBF 120 », Le dix-septième rapport annuel, septembre 2015.

Positions

- **Forum européen du gouvernement d'entreprise**, « Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle », 22 février 2006.
- **Position AMF n° 2008-21**, « Étude portant sur l'information financière publiée au titre du 3ème trimestre 2007 », 7 avril 2008.
- **Conseil des ministres**, « Moralisation et encadrement des rémunérations des dirigeants », *Bull. Joly Sociétés* 2012, § 329, p. 600.
- **Position AMF n° 2006-14**, « Questions – réponses sur les obligations de déclaration des opérations réalisées par les dirigeants, leurs proches et les personnes assimilées », 8 juillet 2013.

Codes et Recommandations

- **OCDE**,
    - « Principes de gouvernement d'entreprise», Publication de l'OCDE, 2004.
    - « Méthodologie d'évaluation de la mise en œuvre des principes de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise », Publication de l'OCDE, 1er décembre 2006.
    - « Gouvernement d'entreprise et crise financière : conclusions principales et messages clés », Publication de l'OCDE, juin 2009.

- « Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles », Publication de l'OCDE, 24 février 2010, p. 12.
- « Board practices: incentives and governing risks », Publication de l'OCDE, 2011.
- « Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE », Publication de l'OCDE, septembre 2015.

- Commission européenne :

- **Recommandation n° 2004/913/CE** du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *JOUE* du 29 décembre 2004, n° L 385, p. 55.
- **Recommandation nº 2005/162/CE** du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, *JOUE* du 25 février 2005, n° L 52, p. 51.
- **Recommandation n° 2009/385/CE** du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *JOUE* du 15 mai 2009, n° L 120, p. 28.
- **Livre vert**, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », 2011.
- **Recommandation n° 2014/208/UE** du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise («appliquer ou expliquer»), *JOUE* du 12 avril 2014, n° L 109, p. 43.

- AMF :

- **Recommandation n° 2002-01**, 22 janvier 2002, *Bull. COB*, février 2002, n° 365, p. 17.
- « Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 2002 », *Bull. COB*, janvier 2003, n° 375, p. 35.
- **Recommandation n° 2010-07**, « Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées », 3 novembre 2010.
- **Recommandation n° 2010-13**, « Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », 2 décembre 2010.
- **Recommandation n° 2011-06**, « Agences de conseil en vote », 18 mars 2011.
- **Recommandation n° 2012-02**, « Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF - Présentation consolidée

des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF », 11 décembre 2014.

- **Recommandation n° 2012-05**, « Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », 11 février 2015.

- AFEP-MEDEF :

- « Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », Octobre 2003.
- « Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », octobre 2008.
- « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », décembre 2008.
- « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », juin 2013.

- Institut Montagne :

- « Mieux gouverner l'entreprise », mars 2003.
- « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », juillet 2007.

- IFA :

- « L'administrateur indépendant : définitions et grille d'analyse », 4 décembre 2006,
- « Les comités de rémunération et nominations », 16 janvier 2007.
- « La gouvernance des sociétés cotées : synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils », mai 2007.
- « Administrateurs et conflits d'intérêt », novembre 2010.
- « Structure de gouvernance de l'entreprise : critères de décisions », janvier 2013.

- AFG :

- « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », 2007.
- « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », janvier 2015.

- ESMA:

- « An overview of the proxy advisory industry. Considerations on possible policy options », 22 mars 2012, p. 21.
- « Best practice principles for providers of shareholder voting research & analysis », mars 2014.

- **Recommandations du Comité de Bâle** sur le contrôle bancaire, « Renforcement de la gouvernance, février 2006.
- **AFEP, MEDEF, CLIF, ANSA, MiddleNext, SFAF**, « Principes de communication et éléments à publier en matière d'information trimestrielle », 31 mai 2006.

- **Financial Services Authority (FSA)**, « Principles-based regulation Focusing on the outcomes that matter », Avril 2007.
- **MiddleNex**t, « Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites », décembre 2009.
- **MEDEF**, « Prévenir et gérer les conflits d'intérêt dans votre entreprise », 28 avril 2011.
- **Code de gouvernement d'entreprise italien**, Comitato per la Corporate Governance, « Codice di Autodisciplina », décembre 2011.
- **Government Commission**, « German Corporate Governance Code », mai 2012.
- **Institut sur la Gouvernance d'Organisations Privées et Publiques (IGOPP)**, « Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (proxy advisors) : Quelques recommandations de politiques », 2013.
- **OSC Staff Notice 54-701 (Canada)**, « Regulatory developments regarding shareholder democracy issues », janvier 2014.
- **Financial Reporting Council**, « The UK Corporate Governance Code », septembre 2014.

Réponses ministérielles

- **Rép. min. n° 3574**: *JOAN* Q 3 avril 1969, p. 868.
- **Rép. min. n° 4450** : *JOAN Q* 3 avril 1969, p. 870.
- **Rép. min. n° 51680** : *JOAN Q* 24 février 1992, p. 933.
- **Rép. min. n° 2988** : *JOAN Q* 24 novembre 1997, p. 4215.
- **Rép. min. n° 67440** : *JOAN Q* 3 décembre 2001, p. 6946.
- **Rép. min. n° 35522** : *JO Sénat Q*, 6 décembre 2001, p. 3856.
- **Rép. min. n° 1347** : *JOAN Q* 7 novembre 2002, p. 2664.

X) ARTICLES ET COMMUNIQUÉS DE PRESSE

- **ANDRÉ (R.)**, « Patrick Drahi, patron le mieux rémunéré en 2014 », *Le Figaro*, 1er juin 2015, disponible sur http://www.lefigaro.fr/societes/2015/06/01/20005-20150601ARTFIG00140-patrick-drahi-patron-le-mieux-remunere-en-2014.php.

- **BEMBARON (E.)**, « Comment Thierry Morin a sauvé son parachute doré », *Le Figaro*, 25 mars 2009, disponible sur http://www.lefigaro.fr/societes/2009/03/25/04015-20090325ARTFIG00291-comment-thierry-morin-a-sauve-son-parachute-dore-.php.
- **BENSAHEL (N.)**, « Jean-Marie Messier atterrit sur un parachute en or », *Libération*, 1er juillet 2003, disponible sur http://www.liberation.fr/economie/2003/07/01/jean-marie-messier-atterrit-sur-un-parachute-en-or_438413.
- **BOISSEAU (L.)**, « Lafarge : La rémunération de son ex-PDG, Bruno Lafont, agite l'AMF », *Les Échos*, 1er octobre 2015, disponible sur http://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/021372838161-lamf-tique-sur-la-remuneration-de-bruno-lafont-ex-pdg-de-lafarge-1161378.php.
- **BRIAND (S.)**, « Publicis : le plaidoyer de Maurice Lévy pour le "say on pay" », *Challenges*, 30 mai 2013, disponible sur http://www.challenges.fr/entreprise/20130530.CHA0178/publicis-le-plaidoyer-de-maurice-levy-pour-le-say-on-pay.html.
- **BURKE (S.)**, « Why there's not much to learn from Australia's approach to Say on Pay », *Towers Watson*, 26 février 2013, disponible sur http://www.towerswatson.com/en-AU/Insights/Newsletters/Global/executive-pay-matters/2013/Why-Theres-Not-Much-to-Learn-from-Australias-Approach-to-Say-on-Pay.
- **CABANE (P.)**, « Le "Say on pay" : peu d'effets sur la modération des rémunérations », *Les Échos*, 2 juin 2013, p. 9.
- **CONESA (E.)**, **FREYSSENET (E.)**, **LEFEBVRE (E.)**, « Pierre Moscovici : Pas de loi sur la rémunération des patrons », *Les Échos*, 23 mai 2013, disponible sur http://www.lesechos.fr/23/05/2013/lesechos.fr/0202781775010_pierre-moscovici-----pas-de-loi-sur-la remuneration-des-patrons--.htm.
- **CORI (N.)**,
  - « Sarkozy tire sur les parachutes dorés », *Libération* 18 mai 2007, dispobible sur http://www.liberation.fr/economie/2007/05/18/sarkozy-tire-sur-les-parachutes-dores_9909.
  - « Airbag en or massif à Valéo », *Libération*, 24 mars 2009, disponible sur http://www.liberation.fr/economie/2009/03/24/airbag-en-or-massif-a-valeo_548137.
- **D. F.**, « Le parachute doré du patron de Valeo déclenche un tollé », *Les Échos*, 25 mars 2009, disponible sur http://www.lesechos.fr/25/03/2009/LesEchos/20391-009-ECH_le-parachute-dore-du-patron-de-valeo-declenche-un-tolle.htm#Zr4FdJ9fkcTRmJQP.99.
- **DARROW (B.)**, « Oracle "say on pay" proposal narrowly defeated by shareholders », *Gigaom*, 11 novembre 2014, disponible sur https://gigaom.com/2014/11/10/oracle-say-on-pay-proposal-narrowly-defeated-by-shareholders/.

- **De la Brosse (J.)**, « Renault: Carlos Ghosn se moque-t-il du monde? », *L'expansion*, 14 février 2013, disponible http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/renault-carlos-ghosn-se-moque-t-il-du-monde_372583.html.
- **De Roulhac (B.)**, « Le PDG de Safran pourrait toucher un parachute doré contre l'avis de l'assemblée générale », *L'AGEFI*, 17 mai 2013, disponible sur http://www.agefi.fr/articles/le-pdg-de-safran-pourrait-toucher-un-parachute-dore-contre-l-avis-de-l-ag-1269614.html.
- **Evin (G.)**, « L'affaire Zacharias relance le débat sur la rémunération des patrons », *L'Expansion*, 2 juin 2006, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/l-affaire-zacharias-relance-le-debat-sur-la-remuneration-des-patrons_1438563.html.
- **Féraud (J.-C.)**, « Michel Combes s'accroche à son parachute doré », *Libération*, 31 août 2015, disponible sur http://www.liberation.fr/economie/2015/08/31/michel-combes-s-accroche-a-son-parachute-dore_1372969.
- **Gasté(C.)**, « Affaire Combes : le gendarme et le ministre font les gros yeux », *Le Parisien*, 2 septembre 2015, disponible sur http://www.leparisien.fr/espace-premium/actu/affaire-combes-le-gendarme-et-le-ministre-font-les-gros-yeux-02-09-2015-5053911.php.
- **Girard (L.)**, « Maurice Lévy, renonce à son salaire », *Le Monde*, 30 novembre 2011, disponible sur http://www.lemonde.fr/economie/article/2011/11/30/maurice-levy-a-partir-de-janvier-2012-je-n-aurai-plus-de-remuneration-fixe_1611163_3234.html.
- **Kernahan (T.)**, **Dubé (C.)**, « Le gouvernement fédéral lance une consultation sur la loi canadienne sur les sociétés par actions », décembre 2013, disponible sur http://www.nortonrosefulbright.com/centre-du-savoir/publications/111379/le-gouvernement-federal-lance-une-consultation-sur-la-loi-canadienne-sur-les-societes-par-actions.
- **Lauer (S.)**, « États-Unis : la rémunération des patrons plus encadrée », *Le Monde*, 5 mai 2015, p. 4.
- **Le Bolzer (J.)**, « Jetons de présence : faire évoluer la législation ? », *Les Échos Business*, 23 janvier 2015, disponible sur http://business.lesechos.fr/directions-generales/metier-et-carriere/remuneration/0204097261616-jetons-de-presence-faire-evoluer-la-legislation-107337.php.
- **Mattei (J.)**, **Féraud (J.-C.)**, « Philippe Jaffré, l'inspecteur des cyberfinances », *L'Expansion*, 21 décembre 2000, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/philippe-jaffre-l-inspecteur-des-cyberfinances_1341520.html.
- **McFarland (J.)**, « Powerful Coalition spurs changes in corporate governance », *The Globe and Mail*, 3 juin 2014, disponible sur http://www.theglobeandmail.com/report-on-

business/coalition-of-institutional-investors-helps-sway-corporate-governance-practices/article18970487/.

- **MÉRIEUX (A.)**, « La prime de départ de Bruno Lafont dans le viseur de l'AMF », *Challenges*, 2 octobre 2015, disponible sur http://www.challenges.fr/challenges-soir/20151002.CHA0072/la-prime-de-depart-de-bruno-lafont-dans-le-viseur-de-l-amf.html.
- « Les indemnités de l'ex-PDG de Carrefour obligent l'État à réagir », *La Tribune*, 25 avril 2005, disponible sur http://www.latribune.fr/journal/archives/entreprises/services/20050425 6brqtk/les-indemnites-de-lex-pdg-de carrefour-obligent-letat-a-reagir.html.
- **MICHEL (A.)**, « L'affaire EADS : Histoire d'un fiasco », *Le Monde*, 29 octobre 2007, disponible sur http://www.lemonde.fr/economie/article/2007/10/29/l-affaire-eads-histoire-d-un-fiasco_972456_3234.html.
- **MURGUET (E.)**, « Conventions réglementées, le manque de transparence irrite », *L'AGEFI*, 7 mars 2013, disponible sur http://www.agefi.fr/articles/conventions-reglementees-le-manque-de-transparence-irrite-1258849.html.
- **PÉTAIN (A.)**, « Alcatel-Lucent : des parachutes dorés critiqués », *Le Figaro*, 17 septembre 2008, disponible http://www.lefigaro.fr/societes/2008/09/17/04015-20080917ARTFIG00577-alcatel-lucent-des-parachutes-dores-critiques-.php.
- **PINAUD (O.)**, « Proxinvest voudrait des commissaires aux comptes plus contrariants », *L'AGEFI Quotidien*, 19 mars 2015, disponible sur http://www.agefi.fr/articles/proxinvest-voudrait-des-commissaires-aux-comptes-plus-contrariants-1312805.html.
- **POMMIER (S.)**, « Sanofi : ce que cache le "hello bonus" de 4 millions du nouveau patron », *L'Expansion*, 3 mars 2015, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/ce-que-cache-le-hello-bonus-de-4-millions-du-nouveau-patron-de sanofi_1654393.html.
- **POMPEY (J.)**, « Les mots de la crise selon les français », *Les Échos*, 12 décembre 2008, disponible sur http://www.lesechos.fr/12/12/2008/lesechos.fr/300316717_-les-mots-de-la-crise---selon-les-francais.htm.
- **SEGOND (V.)**, « Votre patron est-il trop payé ? », *Le Monde*, 5 mai 2015, p. 6.
- **SOLOMON (S.-D.)**, « Efforts to rein in executive pay meet with little success », *Deelbook*, 12 juillet 2011, disponible sur http://dealbook.nytimes.com/2011/07/12/efforts-to-rein-in-executive-pay-meet-with-little-success/?_r=0.
- **SEUX (D.)**, « NRE, plans sociaux : les attentes du patronat », *Les Échos*, 27 juin 2002, p. 13.
- **TEDESCO (T.)**, « Say on pay movement on the rise in Canada, but is it changing anything? », *Financial Post*, 12 mars 2014, disponible sur http://business.financialpost.com/2014/03/12/say-on-pay-movement-on-the-rise-in-canada-but-is-it-changing-anything/.

- **TONNELIER (A.)**, « Tour de vis symbolique sur les retraites chapeaux », *Le Monde*, 14 juin 2015, disponible sur http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/06/12/tour-de-vis-symbolique-sur-les-retraites-chapeaux_4652796_3234.html.
- **TOBIAS (B.)**, **MILES (J.)**, « Spain set to give shareholders say on pay », *EU Economy*, 14 mars 2013, disponible sur http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f12bf444-8cca-11e2-8ee0-00144feabdc0.html.
- **VADJOUX (T.)**, « Henri Proglio : deux casquettes, deux salaires », *20 minutes*, 19 janvier 2010, disponible sur http://www.20minutes.fr/economie/563317-20100119-economie-henri-proglio-deux-casquettes-deux-salaires.
- **VINCENT (E.)**, « M. Gautier-Sauvagnac a négocié une indemnité de 1,5 million d'euros », *Le Monde*, 1er mars 2008, disponible sur http://www.lemonde.fr/societe/article/2008/02/29/m-gautier-sauvagnac-a-negocie-une-indemnite-de-1-5-million-d-euros_1017281_3224.html.
- **VICTORIA (A.)**, « Citigroup: les actionnaires censurent la paie des dirigeants ! », *Boursier*, 18 avril 2012, disponible sur http://www.boursier.com/actions/actualites/news/citigroup-les-actionnaires-censurent-la-paie-des-dirigeants-479217.html.
- **Communiqué de presse de l'AFEP et du MEDEF**, « Composition du Comité des Sages et modalités de fonctionnement », 19 mai 2009, disponible sur http://www.medef.com/medef-corporate/salle-de-presse/communiques-de-presse/communiques-de-presse/article/composition-du-comite-des-sages-et-modalites-de-fonctionnement.html.
- **Communiqué de presse de l'AFEP et du MEDEF**, « Installation du Haut Comité de gouvernement d'entreprise », 8 octobre 2013, disponible sur http://www.medef.com/medef-corporate/salle-de-presse/communiques-de-presse/communiques-de presse/article/installation-du-haut-comite-de-gouvernement-dentreprise-1.html.
- **Communiqué de presse de l'AFEP et du MEDEF**, « Publication du premier rapport d'activité du Haut Comité du Gouvernement d'Entreprise », 21 octobre 2014, sur http://www.medef.com/medef-corporate/salle-de-presse/communiques-de-presse/communiques-de-presse/browse/2/categorie/2014/back/108/article/publication-du-premier-rapport-dactivite-du-haut-comite-du-gouvernement-dentreprise-1.html.
- **Communiqué de presse n° 2015-78 de la SEC** du 29 avril 2015, « SEC proposes rules to require companies proposition to disclose the relationship between executive pay and a company's financial performance », disponible sur http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-78.html.

- **Communiqué de presse de la Commission des affaires juridiques**, « Les actionnaires devraient davantage avoir leur mot à dire sur la rémunération des directeurs », 7 mai 2015, diposnible sur http://www.europarl.europa.eu/news/fr/news-room/content/20150504IPR49621/html/Permettre-auxactionnaires-de-se-prononcer-sur-la-r%C3%A9mun%C3%A9ration-des-directeurs.
- **Communiqué de la CNCC** sur le décret du 18 mai 2015 pour les dispositions relatives aux conventions réglementées, juin 2015, disponible sur http://crcc-nimes.fr/wa_files/cncccommunique-decret-mai-2015-sur-conventions.pdf.

XI) AUTRES REFERENCES CITÉES

- Études et enquêtes :

- **RiskMetrics**, « Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in Member States», 23 septembre 2009.
- **Étude High Pay Centre**, « The state of pay, one year from the High Pay Commission », 3 décembre 2012, p. 4, disponible sur http://highpaycentre.org/files/state_of_pay.pdf.
- **Spencer Stuart**, « France Board Index », 19e éd., septembre 2014, p. 2.
- **Étude Proxinvest**, « Commissariat aux comptes des sociétés cotées françaises : un point de vue d'actionnaire », février 2015.
- **Étude annuelle de Hay Group sur la rémunération des dirigeants en Europe**, « Top Executive Compensation in Europe 2013 », disponible sur www.haygroup.com.
- **Towers Waston**, « U.S Executive pay advisory vote: 2014 results for the Russell 3000 », 30 janvier 2015, disponible sur https://www.towerswatson.com/~/media/Pdf/.../Say-on-pay-Update.pdf.
- **Sullivan & Cromwell**, « 2013 Proxy Season Review », 2 juin 2013, spéc. p. 15, disponible sur http://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_2013_Proxy_Season_Review.pdf.
- **Ernst & Young**, « Valorisation des entreprises. Que regardent les marchés financiers ? », 2e éd., juin 2015.

- **Hay Group**, « Cooking up a better pay mix: active shareholders emerge as a new ingredient », *The Wall Street Journal / Hay Group 2014 CEO compensation study*, 2015.

- Discours présidentiels :

- **Discours de Nicolas Sarkozy**, prononcé le 22 juin 2006, disponible sur http://www.veronis.fr/discours/transcript/2006-06-22/Sarkozy.
- **Discours de Nicolas Sarkozy**, prononcé le 19 avril 2007, disponible sur http://www.veronis.fr/discours/transcript/2007-04-19/Sarkozy.
- **Discours de Nicolas Sarkozy**, prononcé le 25 septembre 2008, discours disponible sur http://www.lemonde.fr/politique/article/2008/09/25/le-discours-de-nicolas-sarkozy-a-toulon_1099795_823448.html.
- **Discours de François Hollande**, prononcé le 24 janvier 2012, disponible sur http://www.veronis.fr/discours/transcript/2012-01-24/Hollande.

- Publication de l'IFA :

- « Synthèse de l'actualité du Gouvernement d'Entreprise n°107-108 du 14/11/08 au 30/12/08 », disponible sur http://www.ifa-asso.com/_files/actualites/fichiers/actualite-119.pdf.
- « Réponse de l'IFA à la consultation du gouvernement sur la rémunération des dirigeants d'entreprise », 14 septembre 2012.
- « La gouvernance des sociétés cotées en France à l'usage des investisseurs », septembre 2012.
- « Say on pay : comparaison internationale et bonnes pratiques », *Les travaux de l'IFA*, novembre 2013.

- **AMF**, « Réponse de l'AMF a la consultation de la commission européenne sur le livre vert portant sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », 22 juillet 2011.
- **AFEP**, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, "Réponse de l'AFEP au Livre vert" », 13 juillet 2011.
- **Norme d'exercice professionnel NEP-9505** relative au rapport du commissaire aux comptes établi en application des articles L. 225-235 et L. 226-10-1 du code de commerce sur le rapport du président, 21 juin 2011, *JORF* du 3 août 2011, n° 0178.
- **Les règles de la *Securities and Exchange Commission***, « Shareholder approval of executive compensation and golden parachute compensation », disponible sur http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf.

- **Institut sur la Gouvernance d'Organisations Privées et Publiques (IGOPP)**, « Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (Say on Pay) : Un pas en avant vers une meilleure gouvernance ? », mars 2010.

- **Le Club des juristes**,
  - « L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées », novembre 2014, disponible sur http://www.leclubdesjuristes.com/les-publications/rapport-prejudice-financier-linvestisseur-les-societes-cotees/.
  - « Des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives », mai 2012, disponible sur http://www.leclubdesjuristes.com/wpcontent/uploads/2014/03/Rapport_Autorites_administratives1.pdf.
- **CCIP**, « Renforcer l'efficacité de la procédure des conventions réglementées : Contribution de la CCIP aux travaux de place », Publication de la CCIP, 8 septembre 2011, disponible sur http://pwrpp.cci-paris-idf.fr/sites/default/files/etudes/pdf/documents/conventions-reglementees-del1109.pdf.
- **Alcatel Lucent**, « Information relative à l'accord de non concurrence conclu entre Michel Combes et la société », 3 août 2015, disponible sur https://www.alcatel-lucent.com/fr.
- **Allens listed client survey**, « CAMAC review of annual general meetings 2 », 2012, disponible sur http://www.allens.com.au/pubs/pdf/CAMACAllensListedClientSurveyReport.pdf.

INDEX ALPHABETIQUE

Les numéros renvoient aux paragraphes

Abus :

- de biens sociaux : 42, 56, 160 s., 275, 398
- de pouvoirs : 168 s., 379
- de majorité, 99 s.

Acte anormal de gestion : 38

Action :

- en responsabilité pour insuffisance d'actif : 135
- en nullité 116, 214, 272

Administrateur :

- compétence exclusive : 247 s., 263
- indépendant : 375 s.
- déontologie : 371

Affaire :

- Carrefour : 71, 189
- EADS : 208, 289, 316
- Eurodirect Marketing : 502
- Sociétés Générale de Fonderie : 495
- Flammarion : 495, 502
- Gaudriot : 495
- Marionnaud : 506
- Regina Rubens : 498
- Sidel : 495
- Valeo : 307
- Vinci : 186, 252, 379

***Affectio societatis* :** 95

Agences de conseil en vote : 429

Approche *One size fits all* : 460, 489

Assemblée générale:

- annulation : 217
- défaut d'approbation : 274
- vote : 387 s.

Assurance RCMC : 153

Banqueroute : 170

Batailles de mandats : 435

Bonne foi : 121, 215

Cause :

- absence de cause : 106
- illicéité : 113

Comité des rémunérations : 250 s., 377

Conflit d'intérêts : 40, 144, 209, 278, 369 s.

Contrat :

- exécution : 120 s.
- formation : 104 s.
- résiliation : 121
- révision : 125

Comply or explain : 445 s.

Clauses abusives : 111

Clawback : 350

Cumul :

- mandats : 357 s.
- contrat de travail : 10, 363 s.

Devoir de loyauté : 137 s.

Déclaration de gouvernance :

- Conformité : 467
- Explications : 470

Directive droit des actionnaires : 389, 399

Dirigeant :

- de fait : 5
- non exécutif : 10, 330
- opérations sur titres : 204
- pouvoirs en blanc : 284
- échec : 349

Droit étranger :

- États-Unis : 82, 156, 179, 406 s.
- Royaume-Uni : 82, 184, 414 s., 448

Droit fiscal

- rémunération excessive : 63
- taxation : 322

Faute :

- de gestion : 80, 134 s.
- détachable : 148

Fenêtres négatives : 208, 343

Fraude :

- conventions réglementées : 272

Imprévision :

- théorie de l'imprévision : 125 s.

Inflation législative : 33, 322, 527

Injonction

- de faire : 225
- judiciaire : 235
- administrative : 232

Information :

- fausse : 492 s.
- pertinente : 505 s.
- subjective : 508
- sensible : 513

intérêt social : 42 s., 160, 258

Loi :

- NRE : 10, 80, 179, 186 s., 225, 285, 358
- Breton : 116, 189, 214, 265
- TEPA : 176, 289, 298, 309
- Macron : 298, 319, 345, 359

Listing rules : 449

Management fees : 108

Marché :

- bon fonctionnement : 203, 237, 463 s.
- *fraud on the market theory* : 504

Name and shame : 480, 487

Non bis in idem : 518 s.

Opinion publique : 1, 30, 175, 190, 240, 323, 424, 527

Performance :

- conditions : 292, 334
- et say on pay : 426

Période suspecte : 116

Préjudice :

- perte de chance : 494 s.
- indemnisation des investisseurs : 492 s.
- lien de causalité : 502

Procédures collectives : 116, 150

Plafonnement :

- droit souple : 345
- retraite supplémentaire : 319
- sociétés publiques : 318

Prescription :

- conventions réglementées : 272

Prêt de consommation d'actions : 374

Rapport :

- de commissaire aux comptes : 194, 266, 274, 475
- de gestion : 187 s., 222
- du président du conseil : 200, 219, 475
- stock-options : 192 s.

Responsabilité :

- civile : 132, 492
- pénale : 159, 513
- administrative 237, 515
- sociale et environnementale : 306

Révocation :

- ad nutum : 77
- pour juste motif : 80
- aménagements conventionnels : 75
- effet dissuasif : 85

Salarié : 11, 55, 198, 364

Scandales : 2, 35, 174, 242, 323, 448, 527

Sécurité juridique : 125, 358, 487

Société :

- SARL : 66, 95, 139, 245
- SAS : 6, 71, 101, 279
- SCI : 55

***Two-Strikes Rule*:** 408

Théorie de l'agence : 13, 40

Vie privée : 181

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION 7

§ 1. LES DIRIGEANTS SOCIAUX 9

A / La distinction entre la direction de droit et la direction de fait 10

B / La distinction entre les dirigeants exécutifs et non exécutifs 13

§ 2. LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS 18

A / La rémunération due en cours du mandat social 20

a) La prime d'arrivée 20

b) La rémunération de base 21

c) Les stock-options et les actions gratuites 22

B / La rémunération due à l'occasion du départ du dirigeant 25

a) Les parachutes dorés 26

b) L'indemnité de non-concurrence 27

C / Par-delà la qualification juridique : la légitimité de la rémunération 28

§ 3. LES ENJEUX DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS SOCIAUX 30

PARTIE 1 : 35

LES LIMITES DU DROIT DUR EN MATIÈRE DE RÉMUNÉRATIONS EXCESSIVES 35

TITRE -1- L'APPROCHE PRÉTORIENNE DE L'EXCÈS 37

CHAPITRE -1- L'APPRÉCIATION DU CARACTÈRE EXCESSIF DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS 39

SECTION -1- DÉFINITION DU CRITÈRE GÉNÉRAL D'APPRÉCIATION : L'INTÉRÊT SOCIAL 41

§ 1. PLURALITÉ DES DÉFINITIONS DOCTRINALES 42

A / Conception stricte de l'intérêt social 43

B / Conception extensive de l'intérêt social 44

a) Intérêt social et intérêt de la personne morale 45

b) Intérêt social et intérêt de l'entreprise 46

C / Conception mixte de l'intérêt social 47

§ 2. MULTIPLICITÉ DES APPROCHES JURISPRUDENTIELLES 49

A / La prise en compte de l'intérêt commun des associés 49

B / La prise en compte de l'intérêt de l'entreprise 50

SECTION -2- L'APPRÉCIATION DU CARACTÈRE EXCESSIF DE LA RÉMUNÉRATION À L'AUNE DE L'INTÉRÊT SOCIAL 53

§ 1. LES CRITÈRES DE COMPARAISON 54

A / Des critères relatifs à la situation économique de la société 54

a) En matière fiscale 54

b) En matières commerciale et criminelle 57

B / Des critères relatifs aux services effectifs rendus par le dirigeant 59

a) En matière fiscale 59

b) En matières commerciale et criminelle 61

§ 2. L'ATTEINTE AU PRINCIPE DE LA LIBRE RÉVOCATION 63

A / La prohibition absolue des aménagements conventionnels de révocation 64

a) La libre révocation : un principe consacré par la loi 64

1. La révocation *ad nutum* 64

2. La révocation pour juste motif 67

b) Une application jurisprudentielle rigoureuse 70

B / Les tempéraments de la jurisprudence contemporaine 71

a) L'effet dissuasif : critère déterminant de la validité de la rémunération 72

b) L'atteinte au principe de la libre révocation : une portée limitée 74

CONCLUSION DU CHAPITRE 1 77

CHAPITRE -2- LES SANCTIONS DE LA RÉMUNÉRATION EXCESSIVE 79

SECTION -1- ANNULATION DE LA RÉMUNÉRATION 79

§ 1. L'INSUFFISANCE DES RÈGLES DU DROIT DES SOCIÉTÉS EN MATIÈRE DE NULLITÉ 80

A / Annulation de la rémunération portant atteinte aux règles fondamentales d'existence de la société 81

B / Annulation de la rémunération portant atteinte aux règles fondamentales de fonctionnement de la société 82

a) Annulation de la rémunération ayant un effet dissuasif 82

b) Annulation de la rémunération en cas d'abus de majorité 83

§ 2. L'INEFFICACITÉ DU RECOURS AUX PRINCIPES DU DROIT COMMUN DES OBLIGATIONS 87

A/ Les règles relatives à la formation du contrat 88
a) La théorie de la cause 88
1. L'absence de cause 88
2. L'illicéité de la cause 95
b) Nullité des actes réalisés pendant la période suspecte 97
B / Les règles relatives à l'exécution du contrat 99
a) Une résiliation impossible 100
b) Une révision discutée 101
1. Le rejet de la théorie de l'imprévision 102
2. Vers une consécration du principe de non-révision 103
SECTION -2- L'ENGAGEMENT DE LA RESPONSABILITÉ DU DIRIGEANT 106
§ 1. LA RESPONSABILITÉ CIVILE DU DIRIGEANT 107
A / Les fondements de la responsabilité civile du dirigeant 107
a) Responsabilité civile du dirigeant pour faute de gestion 107
b) Responsabilité civile du dirigeant pour manquement au devoir de loyauté 109
1. Le fondement du devoir de loyauté 110
α) L'existence implicite du devoir de loyauté dans la loi 110
β) La reconnaissance explicite du devoir de loyauté par la jurisprudence 111
2. L'application du devoir de loyauté en matière de rémunération excessive des dirigeants 113
B / Les limites de la responsabilité civile du dirigeant 115
a) Le difficile engagement de la responsabilité civile du dirigeant envers les tiers 116
b) L'assurance de la responsabilité civile du dirigeant 119
§ 2. LA RESPONSABILITÉ PÉNALE DU DIRIGEANT 125
A / L'abus de biens sociaux 125
a) L'élément matériel : une rémunération octroyée contrairement à l'intérêt social 126
b) L'élément moral : une rémunération octroyée de mauvaise foi et à des fins personnelles…. 128
B / L'abus de pouvoirs 130
C / La banqueroute par détournement d'actif 132
CONCLUSION DU CHAPITRE 2 135
CONCLUSION DU TITRE 1 136
TITRE -2- L'APPROCHE LÉGISLATIVE DE L'EXCÈS 137

CHAPITRE -1- L'AMÉLIORATION DES INFORMATIONS SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS 139

SECTION -1- MULTIPLICATION DES OBLIGATIONS D'INFORMATION 142

§ 1. LES INFORMATIONS À DESTINATION DES ACTIONNAIRES 143

A / Opacité de la rémunération des dirigeants avant la loi NRE 143

B / Une transparence accrue à partir des années 2000 146

a) Les informations transmises aux actionnaires par le rapport général de gestion 146

b) Les informations sur les stock-options et les actions gratuites 152

1. L'information transmise aux actionnaires au moment de l'autorisation de l'attribution . 152

2. L'information annuelle 154

§ 2. LES INFORMATIONS À DESTINATION DU MARCHÉ 157

A / L'obligation de publication des opérations sur titres des dirigeants 157

B / L'obligation d'abstention : le mécanisme des « fenêtres négatives » 161

SECTION -2- LE MANQUEMENT À L'OBLIGATION D'INFORMATION 164

§ 1. LES SANCTIONS DU MANQUEMENT À L'OBLIGATION D'INFORMATION EN DROIT DES SOCIÉTÉS 165

A / Les sanctions classiques 165

a) L'annulation 165

1. Annulation de la rémunération clandestine 166

2. Annulation de l'assemblée générale ou de ses délibérations 167

b) La responsabilité des dirigeants pour défaut de rapport de gestion 169

B / Les alternatives à l'annulation et à la responsabilité 171

a) L'injonction de faire 171

b) La procédure des questions écrites 172

§ 2. LES SANCTIONS DU MANQUEMENT À L'OBLIGATION D'INFORMATION EN DROIT FINANCIER 176

A / Pouvoir d'injonction de l'AMF 176

a) L'injonction administrative 177

b) L'injonction judiciaire 179

B / Engagement de la responsabilité administrative du dirigeant 180

CONCLUSION DU CHAPITRE 1 183

CHAPITRE -2- 185

L'EXTENSION DU CHAMP DES CONVENTIONS RÉGLEMENTÉES 185

SECTION -1- LA NATURE CONVENTIONNELLE DE LA RÉMUNÉRATION AU SERVICE DE LA LUTTE CONTRE L'EXCÈS 186

§ 1. UNE NATURE INSTITUTIONNELLE CONTESTÉE 187

A / Une compétence exclusive affirmée 187

a) Une omnipotence de l'organe exécutif 187

b) Un rôle consultatif du comité des rémunérations 190

B / Une décision unilatérale théorique 193

a) La fixation unilatérale de la rémunération 193

b) La modification ou la suppression unilatérale de la rémunération 194

§ 2. UN MÉCANISME CONVENTIONNEL INEFFICACE 196

A / L'application progressive du régime des conventions réglementées aux rémunérations différées 198

a) Une application conditionnée 198

b) Une application systématique 201

B / La mise en cause de l'efficacité du régime des conventions réglementées 203

a) Des sanctions faibles 204

1. Le défaut d'autorisation préalable du conseil 204

2. Le défaut d'approbation de l'assemblée générale 207

b) Un champ d'application limité 212

1. La prime octroyée avant l'entrée en fonctions 213

2. La transaction conclue après la révocation du dirigeant 215

c) Des pouvoirs en blanc 217

SECTION -2- LA CONSÉCRATION DU LIEN ENTRE LA RÉMUNÉRATION ET LA PERFORMANCE 222

§ 1. L'INSTAURATION DES CONVENTIONS « SUPER » RÉGLEMENTÉES 222

A / Le renforcement du contrôle au moment de la souscription de l'engagement 223

a) L'exigence des conditions de performance 223

b) L'amélioration de la transparence 225

1. La publication de l'autorisation préalable du conseil 225

2. L'individualisation des résolutions de l'assemblée générale 226

B / Le renforcement du contrôle au moment de l'exécution de l'engagement 228

§ 2. LE PRINCIPE DE PERFORMANCE EN QUESTION 230

A / La performance : une efficacité limitée 230

a) L'absence de définition légale de la performance 230

b) La restriction du champ d'application du principe de performance 235

B / Le plafonnement et l'interdiction : des solutions écartées 239

a) Le principe de liberté de la détermination des rémunérations 239

b) Les exceptions au principe de la liberté de détermination des rémunérations 241

CONCLUSION DU CHAPITRE 2 246

CONCLUSION DU TITRE 2 248

CONCLUSION DE LA PARTIE 1 252

PARTIE 2 : LES PERSPECTIVES DU DROIT SOUPLE EN MATIÈRE DE RÉMUNÉRATIONS EXCESSIVES 254

TITRE -1- 258

LE CONTENU DU DROIT SOUPLE SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS 258

CHAPITRE -1- 262

L'AUTORÉGULATION PAR LES MANDATAIRES SOCIAUX 262

SECTION -1- L'AUTORÉGULATION DANS L'ATTRIBUTION DE LA RÉMUNÉRATION 263

§ 1. LES RECOMMANDATIONS RELATIVES À LA DÉTERMINATION DE LA RÉMUNÉRATION 263

A / Des recommandations générales complémentaires au droit dur 263

a) Des conditions de détermination plus exigeantes 264

b) Une transparence davantage renforcée 267

B / Des recommandations spécifiques *ultra legem* 268

a) La rémunération attribuée avant la prise de fonctions 269

b) La rémunération attribuée au cours du mandat social 270

c) La rémunération attribuée à l'occasion du départ du dirigeant 272

§ 2. LES RECOMMANDATIONS RELATIVES AU PAIEMENT DE LA RÉMUNÉRATION 274

A / L'exclusion du paiement de la rémunération en cas d'échec 274

B / L'exclusion du paiement de la rémunération en raison des conditions du départ du dirigeant 277

SECTION -2- L'AUTORÉGULATION DE L'ACTIVITÉ DES MANDATAIRES SOCIAUX 279

§ 1. PROMOTION DE L'EXCLUSIVISME DES FONCTIONS DE DIRIGEANT 280

A / Limitation stricte du cumul des mandats sociaux 280

a) La réglementation évolutive du régime du cumul des mandats sociaux 280

b) L'utilité incertaine du durcissement du régime du cumul des mandats sociaux 285

B / Interdiction définitive du cumul du mandat social avec un contrat de travail 288

a) La permissivité du droit dur 288

b) La rigueur du droit souple 290

§ 2. ÉVOLUTION DU COMPORTEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE SURVEILLANCE 293

A / Des administrateurs impliqués 293

a) Implication par la déontologie 294

b) Implication par l'intérêt patrimonial 295

B / Des administrateurs indépendants 297

a) Les critères d'indépendance de l'administrateur 298

b) La remise en question de l'indépendance de l'administrateur 299

CONCLUSION DU CHAPITRE 1 304

CHAPITRE -2- 306

LA RÉGULATION PAR L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DES ACTIONNAIRES 306

SECTION -1- MODALITÉS DU *SAY ON PAY* 308

§ 1. LE DISPOSITIF DE *SAY ON PAY* EN FRANCE 308

A / Un *say on pay* volontaire 309

a) Une intervention législative attendue 309

b) Une autorégulation préférée à la loi 311

B / Un *say on pay* à la française 313

a) Un vote *ex post* 313

b) Un vote consultatif 315

§ 2. LE *SAY ON PAY* DANS LES DROITS ÉTRANGERS 317

A / Un *say on pay* consultatif 318

a) Un vote consultatif et volontaire 318

b) Un vote consultatif et obligatoire 320

1. Le modèle américain 320

2. Le modèle australien 322

B / Un *say on pay* contraignant 323

a) Un vote contraignant déjà adopté 324

b) Une tendance croissante à la généralisation du vote contraignant 324

SECTION -2- ANALYSE CRITIQUE DU PRINCIPE DE *SAY ON PAY* 327

§ 1. IMPACT INCERTAIN DU *SAY ON PAY* 327

A / Impact du *say on pay* sur le niveau de la rémunération des dirigeants 327

a) Impact douteux du vote consultatif 328

b) Faible impact du vote contraignant 331

B / Impact du *say on pay* sur le lien rémunération / performance 333

§ 2. L'INFLUENCE CROISSANTE DES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE (*PROXY ADVISORS*) 335

A / La montée en puissance des *proxy advisors* 336

B / L'encadrement limité des *proxy advisors* 340

CONCLUSION DU CHAPITRE 2 344

CONCLUSION DU TITRE 1 348

TITRE -2- 350

LE CONTRÔLE DE L'APPLICATION DES RÈGLES SOUPLES 350

CHAPITRE -1- 352

UN CONTRÔLE PAR L'INFORMATION 352

SECTION 1- LE PRINCIPE « SE CONFORMER OU EXPLIQUER » 353

§1. LE CONTENU DU PRINCIPE « SE CONFORMER OU EXPLIQUER » 353

A / L'origine britannique du principe 353

B / La méthode consacrée à l'échelle européenne 356

a) Un dispositif européen large 356

b) Un mécanisme français original 359

§ 2. L'APPLICATION DU PRINCIPE « SE CONFORMER OU EXPLIQUER » 362

A / Les avantages théoriques du mécanisme 363

a) La prise en compte des particularités des sociétés 363

b) La contribution au bon fonctionnement du marché 364

B / Les difficultés d'application du mécanisme 366

a) Un taux satisfaisant de conformité 366

b) Des explications insatisfaisantes 369

SECTION 2- LE CONTRÔLE DU PRINCIPE « SE CONFORMER OU EXPLIQUER » 372

§ 1. LE CONTRÔLE DE L'ÉTABLISSEMENT DES DÉCLARATIONS PAR LE COMMISSAIRE AUX COMPTES 373

§ 2. LE CONTRÔLE DE LA QUALITÉ DES DÉCLARATIONS PAR l'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIRES 375

A / Un contrôle insuffisant 375

B / Vers un renforcement du contrôle 377

§ 3. LE SUIVI DE L'APPLICATION DU CODE AFEP-MEDEF PAR LE HAUT COMITÉ DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE 379

A / La mise en place du Haut comité 379

B / Les fonctions du Haut comité 380

CONCLUSION DU CHAPITRE 1 384

CHAPITRE -2- 386

LES SANCTIONS DE L'INFORMATION 386

SECTION 1- L'INDEMNISATION DES INVESTISSEURS EN CAS DE DÉLIVRANCE D'UNE FAUSSE INFORMATION 387

§ 1. LA PERTE DE CHANCE, FONDEMENT DE L'INDEMNISATION DE L'INVESTISSEUR 388

A / L'assouplissement de la condition de préjudice certain de l'investisseur 389

B / Les critiques du fondement de la perte de chance 391

§ 2. LA PERTINENCE DE L'INFORMATION : CRITÈRE DE L'INDEMNISATION DE L'INVESTISSEUR 393

A / La nécessaire distinction entre information pertinente et information non pertinente 393

a) L'exigence d'un lien de causalité entre la fausse information et l'arbitrage de l'investisseur 393

b) L'examen de la pertinence de l'information 396

B / De la pertinence de l'information en matière de gouvernance d'entreprise 398

SECTION 2- LES RESPONSABILITÉS PÉNALE ET ADMINISTRATIVE 401

§ 1. L'INCERTAINE RESPONSABILITÉ PÉNALE 401

§ 2. L'ÉVENTUELLE RESPONSABILITÉ ADMINISTRATIVE 403

A / Le fondement de la responsabilité administrative 404

B / La perturbante application de la règle *non bis in idem* 405

CONCLUSION DU CHAPITRE 2 412

CONCLUSION DU TITRE 2 414

CONCLUSION DE LA PARTIE 2 416

CONCLUSION GÉNÉRALE 418

BIBLIOGRAPHIE 424

INDEX ALPHABETIQUE 534

TABLE DES MATIÈRES..... 538

La rémunération des dirigeants sociaux

Les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées suscitent un vif débat tant sur leur montant que sur les principes guidant leur détermination. Ce débat est souvent intensifié par une forte médiatisation prompte à indigner l'opinion publique et à inciter le législateur à se saisir de la question. Celui-ci cherche alors à encadrer les pratiques litigieuses tantôt en imposant des mesures impératives, tantôt en favorisant l'autorégulation. La présente étude a pour ambition d'apprécier la pertinence et l'efficacité de l'ensemble de ces règles relevant du droit dur et du droit souple. Un tel examen du droit positif montre une réelle incapacité à apporter une réponse au problème de l'acceptabilité sociale des rémunérations par le biais de l'outil juridique. En témoigne l'évolution de la législation française depuis ces vingt dernières années, basée sur l'impératif de transparence et l'évolution des procédures de détermination et d'attribution des rémunérations des dirigeants. Les juges ne semblent pas davantage disposer de leviers efficaces de lutte contre l'excès des rémunérations en droit des sociétés. Maints espoirs ont donc été fondés sur les principes provenant du droit souple et en particulier de la gouvernance d'entreprise, espoirs cependant également déçus à bien des égards. Finalement, demeure particulièrement prégnante la question de savoir si le droit, qu'il soit dur ou souple, peut constituer cet outil utile et efficace de régulation du niveau de rémunérations des dirigeants de sociétés cotées.

Mots clés : Rémunération, Dirigeants sociaux, Scandales financiers, Opinion publique, Transparence, Vote des actionnaires, Droit souple, Se conformer ou expliquer, *Say on Pay*, Intérêt social, Gouvernance d'entreprise.

The remuneration of corporate directors

The remuneration of directors of listed companies generated a lively debate and even controversy as to their amount or to the principles guiding their determination. This debate is often intensified by vivid media coverage aimed at instigating the public opinion and encouraging the legislator to take up the question. The latter then seeks to regulate the practices in question either by imposing mandatory measures at times, or by encouraging self-regulation at others. This study aims to assess the relevance and effectiveness of all of these rules under the hard law and soft law. Such an examination of the substantive law shows a real inability to provide an answer to the problem of the social acceptability of these remunerations through legal tool. It also reviews the evolution of French legislation during the last twenty years, based on the need for transparency and the development of procedures for determining and awarding the remuneration of directors. Judges do not appear to have effective leverage and means of struggle in the Corporate Laws against the excesses of the remuneration. So many hopes have been based on the principles derived from the soft law and in particular, Corporate Governance, yet those hopes were however deceived in many ways. Finally, the question that remains particularly urgent and haunting is whether the law, be it hard or soft, can be a useful and effective tool for regulating the level of remuneration of directors and executives of listed companies.

Key Words: Remuneration, Corporate directors, Financial scandals, Public opinion, Transparency, Stakeholders vote, Soft law, Comply or Explain, Say on Pay, Social interest, Corporate governance.

Unité de recherche/Research unit : *Centre de Recherches Droits et Perspectives du Droit, EA n° 4487 – L'Equipe de Recherches Appliquées au Droit Privé, 1 place Déliot, 59000 Lille,* http://crdp.univ-lille2.fr/leradp/ Ecole doctorale/Doctoral school : *Ecole doctorale des sciences juridiques, politiques et de gestion, n° 74, 1 place Déliot, 59000 Lille, ecodoc.univ-lille2.fr,* http://edoctorale74.univ-lille2.fr
Université/University : *Université Lille 2, Droit et Santé, 42 rue Paul Duez, 59000 Lille,* http://www.univ-lille2.fr.