

## GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

# Rémunération et gouvernance : les innovations *Dodd-Frank*

« *The greatest legislative change to financial supervision since the 1930s.* » Fruit d'un processus législatif lancé au lendemain de la crise financière, le *Dodd-Frank Act* de juillet 2010 est une réforme majeure de l'industrie financière aux États-Unis, voulue et portée par le Président Obama depuis le début de son mandat.



**Arnaud Pérès,**  
avocat à la Cour



**Nora Muller,**  
avocat au barreau  
de New York



**Juliette Loget,**  
avocat à la Cour

## SUR LES AUTEURS

Arnaud Pérès, Nora Muller et Juliette Loget, du cabinet d'avocats Davis Polk & Wardwell, sont spécialisés en droit boursier et fusions acquisitions.

Les principales innovations de cette loi sont connues : nouveaux standards pour les institutions financières et les entités dont l'activité est susceptible de créer un risque systémique (*too big to fail*), nouvelle procédure de liquidation contrôlée pour les institutions financières, règle Volcker établissant des limitations strictes sur la possibilité pour les banques d'avoir une activité de négociation pour compte propre, renforcement des ratios prudentiels, transparence accrue des opérations sur dérivés, *push-out* de certains dérivés (en dehors des institutions financières), etc. La réponse de l'Union européenne, dont le détail est en train de se préciser, sera sans doute d'une ampleur comparable, avec la mise en place prochaine des quatre autorités de surveillance paneuropéennes : banques, assurances, marchés financiers et risques systémiques.

Si le volet gouvernance du *Dodd-Frank Act* a peut-être été moins médiatisé pour l'instant, le nouveau dispositif désormais applicable aux États-Unis comporte un certain

nombre d'innovations intéressantes, qui ne devraient pas manquer de trouver un écho de ce côté-ci de l'Atlantique.

### **Say on Pay**

Concernant la rémunération des dirigeants, le principe d'une transparence complète à l'égard du marché et des actionnaires est devenu la norme, tant en Europe qu'aux États-Unis. La règle du *Say on Pay* va plus loin : elle oblige les émetteurs à permettre à leurs actionnaires de se prononcer spécifiquement sur la rémunération des dirigeants, par un vote consultatif de l'assemblée générale.

Cette idée fait son chemin depuis quelques années<sup>3</sup>. Elle est en vigueur au Royaume-Uni depuis 2002. Aux États-Unis, un certain nombre de sociétés s'y étaient déjà soumises volontairement (Hewlett Packard, American Express, etc.) et les banques qui ont bénéficié du programme d'aide d'urgence de l'État américain (TARP) y ont été soumises d'office pour l'exercice 2009. Avec *Dodd-Frank*, le *Say on Pay* est désormais obligatoire pour toutes

les sociétés cotées américaines, qui devront soumettre au vote de leurs actionnaires aussi bien la rémunération proprement dite des dirigeants que les clauses de *golden parachutes* qui seraient payables en cas de fusion ou d'opération d'acquisition.

Il est intéressant d'observer l'expérience du *Say on Pay* au Royaume-Uni depuis 2002, qui montre que les actionnaires exercent leur prérogative avec mesure. Entre 2005 et 2008, les votes négatifs se sont stabilisés à environ 5% par an en moyenne. Certains votes négatifs, plus médiatisés que d'autres, ont conduit à une refonte globale des politiques de rémunération. Ainsi, en 2003, GSK a été la première société à subir les foudres de ses actionnaires, qui ont à 50,7% rejeté l'attribution d'un parachute doré de 22 millions de livres attribué à son directeur général. Si ce dernier n'a pas démissionné, ses indemnités ont ensuite été réduites de moitié. Plus récemment, aux États-Unis l'Occidental Petroleum, qui avait adopté volontairement le *Say on Pay*, a dû tirer les conséquences du désaveu

## LES POINTS CLÉS

- Le *Say on Pay* étendu à toutes les sociétés cotées américaines.
- *Clawback* : en cas d'ajustement des comptes dans les trois ans, les dirigeants devront restituer les rémunérations perçues à tort, même s'ils n'ont personnellement commis aucune faute.

de ses actionnaires au printemps dernier : la société vient d'annoncer une refonte complète de la politique de rémunération de ses dirigeants et le départ en 2011 de son directeur général. Connu pour être l'un des dirigeants les mieux payés aux États-Unis depuis des années, celui-ci accepte au passage de subir une réduction "significative" de sa rémunération.

### Transparence du vote des actionnaires institutionnels

Les actionnaires institutionnels les plus importants (banques, assurances, gestionnaires, etc. qui détiennent des positions de plus de 100 millions de dollars), devront rendre publique, au moins une fois par an, la manière dont ils ont exercé leurs votes sur les questions liées au *Say on Pay* et aux parachutes dorés. En France, une règle équivalente s'applique déjà aux sociétés de gestion de portefeuille, qui doivent publier leur politique de vote et rendre compte des conditions dans lesquelles elles ont effectivement exercé leurs droits de vote (art. L. 533-22 du Code monétaire et financier et 314-100 et s. du Règlement général de l'AMF). Cette règle

ne se limite pas, toutefois, aux seules questions liées au *package* des dirigeants. Aujourd'hui, le Medef propose d'élargir encore la portée de cette règle et, en réponse au dernier Livre vert de la Commission européenne, s'est prononcé en faveur d'une publication annuelle des pratiques de vote de l'ensemble des actionnaires institutionnels.

### Clawback policy

Le président Obama avait vivement critiqué les dirigeants qui avaient sollicité le soutien financier du gouvernement pour éviter la faillite de leur société, quand ces mêmes dirigeants avaient, jusqu'à la veille du maelstrom de 2008, affiché des résultats financiers flatteurs sur la base desquels ils avaient reçu des rémunérations et des bonus généreux. Désormais, les sociétés cotées aux États-Unis devront instaurer des procédures leur permettant d'obtenir la restitution des rémunérations versées à tort à leurs dirigeants, quand celles-ci étaient basées sur des états financiers dont il s'avère, après coup, qu'ils nécessitent des

ajustements comptables significatifs (*material accounting restatement*). Ainsi, si une fraude ou même de simples erreurs matérielles sont mises en évidence, la société devra exiger du dirigeant qu'il restitue le trop-perçu, dès lors que les ajustements en question auraient dû entraîner une diminution de la rémunération reçue au cours des trois dernières années.

Cette règle s'appliquera, que les dirigeants soient ou non encore en fonction, même s'ils n'ont person-

« *Dodd-Frank Act* : la plus grande réforme financière depuis les années 1930 »

nellement commis aucune faute dans l'élaboration des états financiers litigieux. La SEC n'a pas encore précisé le champ d'application de cette nouvelle disposition, qui pourrait donc s'imposer aux sociétés non américaines (*foreign private issuers*) cotées aux États-Unis.

<sup>1</sup> Margaret E. Tahyar, *Harvard Law School Forum*, 15 juillet 2010.

<sup>2</sup> Pour une vue d'ensemble de cette réforme, voir le mémorandum Davis Polk : <http://tinyurl.com/27rpuuv>.

<sup>3</sup> Voir Christophe Perchet et Jérôme Sibille, *Décideurs Stratégie Finance Droit*, fév. 2010, p. 32.

## La réponse américaine à la crise financière

