

Gouvernance d'entreprise et rémunération à l'aune de la nouvelle réglementation financière américaine : big bang ou coup d'épée dans l'eau ?

Ivan Tchotourian
Maître de conférences (Université de Nantes)
Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)
Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne) et à la C.D.A.C.I.
(Université de Montréal)
Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE

1^{ère} version

(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)

Le rodéo à *Wall Street* a pris fin. En effet, le président américain a promulgué la réforme de la réglementation financière le 21 juillet 2010. Le *H.R. 4173 : Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* n'est toutefois que le début d'un long processus. La majeure partie de l'édifice législatif repose sur l'intervention d'agences gouvernementales chargées d'édicter des décrets d'exécution dans un délai plus ou moins long. L'adoption de la réforme américaine constitue néanmoins un signal fort à destination des acteurs de la finance pour leur signifier que les règles du jeu ont changé. L'objectif de ce papier d'actualisation s'attache à exposer les dispositions visant les sociétés commerciales et portant sur leur gouvernance et la rémunération de leurs dirigeants. Ces deux thématiques prennent, à l'heure actuelle, une résonance particulière avec la révélation d'émoluments aux montants exorbitants consentis dans des sociétés et des établissements financiers mis à mal par des erreurs stratégiques de leur *management*.

Mots-clés : réforme américaine, droit financier, droit des sociétés, gouvernance d'entreprise, rémunération des dirigeants, analyse critiques.

1. « (...) *The greatest legislative change to financial supervision since the 1930s* »¹ ... telle est l'actualité brûlante venue des Etats-Unis. Face à une situation économique délicate, le gouvernement américain a décidé de changer en profondeur le paysage juridique des activités financières. Après que la Chambre des représentants et le Sénat aient travaillé de concert courant juin pour aplanir les différences entre les deux versions des réformes que chacune avait adoptée, le Congrès américain a finalement adopté le 15 juillet 2010 la réforme de la réglementation financière débattu outre-Atlantique depuis plus d'une année². C'est finalement le 21 juillet que le président américain Barack Obama a donné son aval pour que ce texte « *becomes law* »³. Empruntant l'expression d'un sénateur démocrate, le rodéo à *Wall Street* a donc pris fin. Les objectifs affichés par la nouvelle réglementation américaine se veulent ambitieux comme le rappelled le chapeau du *Dodd-Frank Wall Street Reform and*

¹ M. E. Tahyar, « Summary and Implementation Schedule of the Dodd-Frank Act », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 15, 2010.

² Par exemple : I. Tchotourian, « H.R. 3269 : la réaction des parlementaires américains en matière de rémunération des dirigeants », *Bulletin Joly Sociétés*, novembre 2009, n°11, p.950.

³ W. Sweet, « Dodd-Frank Act Becomes Law », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 21, 2010.

Consumer Protection Act of 2010 : « (...) promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, (...) end “too big to fail”, (...) protect the American taxpayer by ending bailouts, (...) protect consumers from abusive financial services practices (...) ».

2. H.R. 4173, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 ou le premier pas d'une réforme d'une ampleur sans précédent⁴ : Pour l'essentiel, cette réforme n'est que le début d'un long processus puisqu'elle pose l'obligation pour un certain nombre de régulateurs gouvernementaux⁵ d'édicter des décrets d'exécution dans un délai de trois mois à quatre ans⁶. Pour donner corps au *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*, les agences gouvernementales se voient doter de nouveaux pouvoirs et de nouveaux moyens. Toutefois, l'adoption de la réforme américaine constitue un signal fort à destination des acteurs de la finance pour leur signifier que les règles du jeu ne sont plus identiques⁷. Ainsi, les institutions financières et les sociétés privées vont faire face, dans un futur proche, à une modification du cadre d'exercice de leurs activités⁸. Règles bancaires, valeurs mobilières, produits dérivés, rémunération de la direction, consommation et gouvernance d'entreprise sont autant de domaines affectés par la réforme adoptée à l'été 2010⁹. S'il est impossible de présenter dans le cadre de cette chronique l'intégralité du contenu de la réforme financière¹⁰, le choix a été fait d'exposer les dispositions visant les sociétés commerciales et

⁴ Cette réforme américaine ne contient pas moins de 2300 pages et 390 000 mots. Pour consulter le texte : *H.R. 4173 : Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 111th Congress, 2009-2010, http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf.

⁵ P. Wiseman and F. Schouten, « Government agencies will decide on the details of financial reform », *USA Today*, June 27, 2010. Les agences gouvernementales concernées par la mise en application sont les suivantes : le Trésor, la *Federal Reserve*, le *Bureau of Consumer Financial Protection*, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'*Office of Financial Research* (OFR), la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), la *Federal Trade Commission* (FTC), le *Government Accountability Office* (GAO), l'*Office Comptroller of Currency* (OCC) et le *Financial Stability Oversight Council*.

⁶ Dans les domaines de la gouvernance d'entreprise et de la rémunération, les dispositions sont assorties tantôt de délais butoirs tantôt laissées à l'interprétation des autorités en charge de leur transposition. Pour plus de détails : D. S. Huntington, « Corporate Governance and Executive Compensation Provisions of the Dodd-Frank Act », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 8, 2010.

⁷ S. Johnson, « A Roosevelt Moment for America's Megabanks? », *Project Syndicate*, July 14, 2010.

⁸ Selon une estimation du cabinet Davis Polk, ce sont 243 règles dans le domaine financier et 67 études qui vont devoir être arrêtées par les agences fédérales dans les années à venir (« Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010 », July 21, 2010, http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf). En comparaison, la loi *Sarbanes-Oxley* de 2002 n'a nécessité la mise en œuvre que de seize règles.

⁹ D. Paletta and A. Lucchetti, « Law Remakes U.S. Financial Landscape », *The Wall Street Journal*, July 16, 2010.

¹⁰ Les principaux points de la réforme sont la prévention du risque systémique par la création d'un conseil de surveillance de la stabilité financière, la neutralisation des établissements « *too big to fail* », la limitation des activités spéculatives des banques au travers nombre d'interdictions, le renforcement de la transparence dans le marché des produits dérivés et la protection du consommateur contre les crédits prédateurs. Voir : Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates, « The Dodd-Frank Act: Commentary and Insights », July 12, 2010, http://www.skadden.com/Cimages/siteFile/Skadden_Insights_Special_Edition_Dodd-Frank_Act1.pdf.

portant sur leur gouvernance et la rémunération de leurs dirigeants d'entreprise¹¹. Ces deux thématiques prennent, à l'heure actuelle, une résonance particulière avec la révélation d'émoluments aux montants exorbitants consentis dans des sociétés et des établissements financiers mis à mal par des erreurs stratégiques de leur *management* et alimentent les discussions aux échelons supranationaux et nationaux¹².

3. « Proxy access », structure du conseil et comité des risques : Le dispositif législatif institué confirme l'orientation progressive du modèle de *corporate governance* des institutions financières et des sociétés cotées vers un modèle de type actionnariale¹³. Tout d'abord et bien que cette option fasse l'objet d'une discussion intense à la SEC, l'autorité financière américaine se voit demander d'intensifier son action pour faciliter l'accès des actionnaires aux procurations afin qu'ils puissent y inclure leur propre candidat pour l'élection au conseil d'administration¹⁴. Ensuite, les sociétés vont devoir divulguer dans leur document annuel les raisons pour lesquelles celles-ci ont choisi de combiner ou de séparer les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général¹⁵. Enfin, la Section 165 prévoit l'établissement d'un comité des risques dans les sociétés financières supervisées par la Réserve fédérale et les *holdings* bancaires de plus de dix milliards de dollars (chiffre qui peut être réduit par la décision de la Réserve fédérale). Ce comité composé de directeurs indépendants et d'au moins un expert du management du risque est en charge de contrôler les pratiques de gestion du risque.

4. Vers le « Say on Pay » et au-delà : Le titre IX (sous-titre E) du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* contient une série de mesures destinées à favoriser de nouvelles pratiques et une nouvelle culture en matière de rémunération¹⁶. En premier lieu, même si certaines règles énoncées sont redondantes avec celles déjà établies par la SEC, la divulgation d'informations se

¹¹ Alors que la réforme américaine concerne principalement le secteur de l'industrie financière, un certain nombre de dispositions visent les sociétés cotées.

¹² Le contrôle de la rémunération des dirigeants est une préoccupation constante de la SEC (I. Tchotourian, « Rémunération des dirigeants : la SEC complète son dispositif », *D.*, 2009, p.1876). Proche, le département du Trésor, la Réserve fédérale américaine et l'organisme fédéral d'assurance dépôt ont récemment rendu public des lignes directrices visant à encadrer les incitations en matière de politique de rémunération (« Guidance on Sound Incentive Compensation Policies », June 21, 2010, 75 Fed. Reg. 36395, at 36396 and 36405, consultable au lien suivant : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20100621a1.pdf>).

¹³ Constatant une réduction du pouvoir du président-directeur général ou, du directeur général, dans les entreprises cotées américaines depuis le début des années 2000 : M. Kahan and E. B. Rock, « Embattled CEOs », *ECCI Law Working Paper No. 116/2009*, October 3, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1281516>. Egalement : M. Lipton, « The Future of the Board of Directors », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 6, 2010 ; P. Atkins, « U.S. Corporate Governance Today : A Reshaping of Capitalism », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 29, 2009.

¹⁴ Section 971 du *H.R. 4173*.

¹⁵ Section 972 du *H.R. 4173*. Encore une fois, il peut être relevé que l'autorité financière contraint déjà les sociétés cotées à une telle obligation d'information.

¹⁶ Aussi : J. E. Bachelder, « The Financial Reform Act and Executive Pay », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 9, 2010.

trouve encouragée tant dans son contenu que dans sa forme. « *Pay-for-performance* » et « *pay-parity* » sont les mots-clés de cette divulgation. L'autorité boursière américaine se voit pressée d'encourager la publicité du lien entre rémunération des dirigeants et performance financière de l'entreprise appréhendant les variations dans la valeur des titres et le montant des dividendes¹⁷. Pour en faciliter la compréhension, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* incite la SEC à mettre en place une divulgation d'informations sous forme de graphiques et de schémas. En outre, la SEC se voit confier la mission de prendre des mesures destinées à rendre public la rémunération annuelle totale du président-directeur général, la moyenne de la rémunération annuelle totale des autres employés et le ratio entre ces deux chiffres¹⁸. En deuxième lieu, les actionnaires des sociétés cotées se voient octroyer un double droit de vote facultatif concernant la rémunération des dirigeants : le fameux « *Say on Pay* »¹⁹. Le premier est un vote destiné à se prononcer sur la rémunération des dirigeants telle qu'elle se retrouve divulguée dans la procuration. Le second est un vote (qui doit avoir lieu au moins une fois tous les six ans) pour déterminer la fréquence du « *Say on Pay* », à savoir, si les actionnaires doivent s'exprimer tous les ans, les deux ans ou les trois ans sur la rémunération de leurs dirigeants. Le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* apporte des précisions en matière de fusion, d'acquisition et d'opération portant sur les biens de la société et instaure un « *Say-on-golden parachute* »²⁰. D'une part, les sociétés doivent publier, dans la procuration envoyée aux actionnaires pour approbation, les arrangements qui auraient été conclus entre elles-mêmes et leurs dirigeants à propos de la rémunération entourant l'opération et le montant total qui devra être payé en conséquence. D'autre part, à moins que les arrangements conclus aient été soumis à un vote précédent lors de l'assemblée générale annuelle, les actionnaires devront approuver cette rémunération par un vote. Enfin, les dirigeants de sociétés d'investissement soumis au formulaire 13(f) du *Securities Exchange Act of 1934* devront désormais rendre public la manière dont ils ont exercé leur droit de vote sur une base annuelle²¹. En troisième lieu, ce sont l'indépendance (sans toutefois la définir) des membres du comité de rémunération²² ou des conseillers (consultant ou

¹⁷ Section 953(a) du *H.R. 4173*.

¹⁸ Section 953(b)(1) du *H.R. 4173*.

¹⁹ Loin d'être une rupture, cette réforme en faveur du « *Say on Pay* » confirme une pratique qui s'est progressivement imposée aux Etats-Unis et qui a été adoptée aujourd'hui par plus de trois cent sociétés. En ce sens : A. Yeager, « Red Flags for Say-on-Pay Voting », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Finance Regulation*, May 18, 2010 ; J. E. Bachelder, « SEC Proposes New Disclosure Rules; House Passes Pay Reform Bill », *New York Law Journal*, August 26, 2009 ; J. E. Bachelder, « TARP, 'Say on Pay' and Other Legislative Developments », *New York Law Journal*, June 19, 2009.

²⁰ D. S. Huntington, « Corporate Governance and Executive Compensation Provisions of the Dodd-Frank Act », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 8, 2010.

²¹ Section 951 du *H.R. 4173*.

²² Section 952 du *H.R. 4173*. Jusqu'à présent, les règles concernant l'indépendance des membres du comité de rémunération étaient énoncées dans l'*Item 407(a) of Regulation S-K* et la *Rule 303A.05* du *NYSE Listed Company Manual*. S'il appartient à la SEC de déterminer les critères de l'indépendance, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* requiert de l'autorité financière de tenir compte de différents facteurs.

avocat) en rémunération²³, les pouvoirs du comité de rémunération, la politique de restitution de la rémunération variable payée sur des données qui se révéleraient erronées²⁴, l'interdiction de certaines pratiques de rémunération en vigueur dans les institutions financières²⁵, ainsi que l'élimination du caractère discrétionnaire du vote des gérants de portefeuilles en matière d'élection des dirigeants et de rémunération²⁶ qui constituent les autres pans essentiels de la réforme financière.

5. Une réforme entre espoirs et inquiétudes : En dépit de la nécessité d'une intervention législative liée au traumatisme de la faillite de la banque d'investissement *Lehman Brothers*, force est de constater que cette réforme financière suscite autant d'espoirs que de réserves²⁷. Au titre de ces dernières, peuvent être cités l'ambiguïté de différentes exigences réglementaires²⁸, l'absence de réforme des entreprises du crédit hypothécaire *Freddie Mac* et *Fannie Mae*, le pouvoir reconnu au *lobbying* dans l'application détaillée de la réglementation²⁹, le peu de réflexions menées sur les causes de la crise³⁰, le recul sur nombre d'éléments envisagés lors des débats parlementaires³¹ ou encore, la trop grande importance accordée au jugement des agences gouvernementales³². Toutefois, à l'instar de ce que relèvent les spécialistes, le mieux - sans être parfait - n'était-il pas préférable au rien ?

Ivan Tchotourian
Maître de conférences (Université de Nantes)
Membre de l'I.R.D.P. (EA 1166, Université de Nantes)
Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne) et à la
C.D.A.C.I. (Université de Montréal)
Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE

²³ Section 952 du *H.R. 4173*. La réforme américaine complète le cadre réglementaire s'appliquant aux conseillers et visant jusqu'alors la publication de leur rémunération et de l'objet de leur mission (*Item 407(e)(3)(iii) of Regulation S-K ; Commentary to §303A.05 du NYSE Listed Company Manual*). Cependant, la SEC dispose du pouvoir de dispenser certaines entreprises de ces obligations.

²⁴ Section 954 du *H.R. 4173*. Alors que l'article 304 de loi *Sarbanes-Oxley* prévoit un dispositif proche pour la rémunération du président-directeur général et du directeur financier en cas de faute de gestion, la réforme financière étend la philosophie du « *clawbacks* » à une période de trois ans suivant l'ajustement mais n'a toutefois pour but que restituer le trop perçu.

²⁵ Section 956 du *H.R. 4173*.

²⁶ Section 957 du *H.R. 4173*. Le *New York Stock Exchange* s'est inscrit dans une démarche identique depuis cette année.

²⁷ Pour des critiques : P. Izzo, « Economists Split Over Financial Overhaul », *The Wall Street Journal Blogs*, July 15, 2010 ; P. Davidson, P. Wiseman and J. Waggoner, « Will new financial regulations prevent future meltdowns? », *USA Today*, June 25, 2010 ; « Financial Regulation: The Hope and the Worry », *The New York Times*, June 25, 2010.

²⁸ M. E. Tahyar, *art.préc.*

²⁹ E. Lichtblau, « Ex-Regulators Get Set to Lobby on New Financial Rules », *The New York Times*, July 27, 2010.

³⁰ K. A Strassel, « About That Financial Reform 'Victory': Dodd-Frank may backfire on Democrats », *The Wall Street Journal*, July 16, 2010.

³¹ Il en est ainsi de l'absence d'adoption du vote majoritaire lors de l'élection des administrateurs ou de la réduction de l'exigence d'un comité des risques.

³² D. Paletta and A. Lucchetti, *art. préc.*