



Association Nationale des Sociétés par Actions

39 rue de Prony – 75017 Paris

Tél. 01 47 63 66 41 Fax 01 42 27 13 58 - <http://www.ansa.fr> - ansa@ansa.asso.fr

NEWSLETTER

Avril 2010

n° 10-014
22.04.2010

(1) Projet de directive sur les titres intermédiés

La Commission européenne procède actuellement à une consultation des Etats membres sur la base d'un papier de travail du 1^{er} février 2010 recensant les principales orientations de la future proposition de directive sur les titres intermédiés (*Securities Law Directive, SLD*). Une consultation publique devrait être organisée en avril 2010, avant l'adoption, prévue en juillet 2010, du projet par la Commission et sa transmission au législateur européen.

Le papier de travail du 1^{er} février 2010 suscite, du point de vue des émetteurs, les mêmes réserves que les précédents documents de consultation de la Commission ; la version révisée de ce document, en date du 5 mars 2010, qui est certes informelle, provoque des réactions nettement négatives de la part des émetteurs (pour un commentaire détaillé, voir communication ANSA n° 10-004 de février 2010, mise à jour le 19.03.2010).

Rappel des enjeux pour les émetteurs :

- obtenir la reconnaissance, au niveau communautaire, des droits de l'investisseur propriétaire des titres vis-à-vis du teneur de compte, du droit de l'émetteur d'identifier les actionnaires, du rôle et des obligations du teneur de compte en vue de faciliter l'exercice des droits attachés aux titres,
- préserver la règle de conflit de loi existante fondée sur la loi du lieu de situation du compte et prévenir l'adoption de toute règle fondée sur l'autonomie de la volonté, comme dans le cadre du projet de convention de la Haye.

(2) Directive MIF

La Commission doit présenter début 2010, conformément aux clauses de rendez-vous prévues par la directive, des propositions de modification éventuelles de la directive MIF. Dans ce contexte, la Commission a organisé début 2010 une série d'auditions auxquelles *EuropeanIssuers*¹ a pris part, sur les questions suivantes : la transparence pré-négociation (*waivers* et *dark pools*) ; la transparence pour les marchés obligataires et les produits dérivés ; la consolidation des données ; les réseaux d'agents de change (*crossing networks*). (Pour un commentaire détaillé, voir communication ANSA n° 10-003 de février 2010)

De son côté, le CESR vient d'initier (1^{er} et 13 avril 2010) une série de nouvelles consultations sur le fonctionnement du marché secondaire des titres, la protection des investisseurs et

¹ Rappelons que l'ANSA est un membre fondateur d'*EuropeanIssuers*

certaines problèmes spécifiques au marché des titres (« High frequency trading ») en vue de finaliser ses propres recommandations pour la modification de la directive MIF.

Parallèlement, le Président de l'ANSA, avec l'aide de certains émetteurs, a envoyé un courrier au CESR sur le réexamen de la directive MIF (*version française du 19 novembre 2009 et version anglaise plus complète, du 15 décembre 2009, reproduite dans la communication ANSA n° 10-003 précitée*).

Le rapport du groupe animé par M. Pierre FLEURIOT sur la révision de cette directive a été remis au Ministre français des Finances le 17 février. L'ANSA considère que « globalement, ce rapport va dans le bon sens »².

EuropeanIssuers a transmis courant mars 2010 les réponses aux questions soulevées par la Commission européenne dans le cadre des différentes auditions organisées en janvier 2010.

Rappel des enjeux pour les émetteurs :

- le cours de bourse est un paramètre clé dans de nombreuses fonctions de l'entreprise (opérations financières, produits financiers convertibles en titres de capital, programmes de rachat d'actions, normes comptables prescrivant la valorisation de postes du bilan à la valeur de marché, plans d'épargne collectifs, ...). Il est dès lors crucial que les prix résultant des transactions effectuées sur nos titres reflètent une réalité économique de marché.
- Par ailleurs, du fait de l'éclatement des transactions entre plusieurs plateformes, les émetteurs se trouvent dans l'incapacité de fournir aux détenteurs de leurs titres (en particulier, leurs actionnaires et détenteurs de titres de créance négociables), mais également, et plus généralement, au public, des informations rétrospectives fiables sur le marché des titres les concernant.

Suivi : finalisation d'ici fin mai des réponses d'EI aux différentes consultations du CESR.

(3) Prospectus

La Commission a publié le 24 septembre 2009 une proposition de directive visant à simplifier la directive 2003/71/CE « Prospectus » 2003/71/CE. La Présidence suédoise du Conseil de l'UE a émis plusieurs textes de compromis, les 21 octobre, 4 novembre et 18 novembre 2009 qui reflètent le point de vue commun du Conseil et de la Commission. Parallèlement, la Commission ECON du Parlement européen a engagé l'examen du projet de directive et devrait adopter son rapport le 23 mars 2010, le vote en séance plénière étant attendu pour le 20 avril 2010.

EuropeanIssuers a transmis le 17 décembre 2009 à la Présidence suédoise et à la Commission ses commentaires sur la proposition de compromis du 18 novembre 2009 (Pour une analyse détaillée voir Fiche IV-6 préparée pour les *Réunions d'information de l'ANSA des 19 janvier et 28 janvier 2010*).

² - *Les Echos*, 19 février 2010.

La Commission ECON du Parlement européen a publié le 9 mars 2010 la liste des amendements au texte de la Commission européenne soumis au vote de la Commission parlementaire le 23 mars. Certaines des propositions d'amendements reprennent les suggestions faites par *EuropeanIssuers*, notamment celle concernant le relèvement à 10 000 000 euros du seuil de 2 500 000 euros à partir duquel s'applique l'obligation de publier un prospectus, ainsi que celle visant à supprimer toute référence à la notion d'information essentielle, considérée comme trop vague, dans la préparation du résumé.

(4) Hedge funds

EuropeanIssuers (EI) avait transmis le 5 octobre 2009 au Parlement européen et au Conseil ses commentaires sur le projet de directive publié par la Commission, qui soulignaient les insuffisances du projet de directive tant du point de vue de son champ d'application, des exigences de transparence envisagées que du fonctionnement du passeport européen.

S'agissant tout d'abord du champ d'application, celui-ci est à la fois trop large (puisqu'il couvre tous les fonds non couverts par la directive OPCVM alors qu'il aurait dû se limiter à ceux présentant un risque systémique) et trop étroit (la directive ne vise que le gestionnaire des fonds, non leur activité, ce qui aurait conduit à aborder la question des prêts de titres et de celle des ventes à découvert); par ailleurs l'exclusion des fonds inférieurs à 100 millions EUR ou 500 millions EUR pour les gestionnaires ne recourant pas au levier n'est pas justifiée, dans la mesure où elle favoriserait le contournement des exigences de la directive, les gestionnaires étant incités à éclater la gestion de leurs fonds).

Ensuite, la question de la transparence, notamment vis-à-vis des marchés de capitaux n'était pas véritablement abordée. La mise en place d'un système de gestion des risques n'est évoquée que sur le plan des principes. Aucune modalité de mise en place de tels systèmes n'est précisée par la directive, à l'instar de ce qui a été proposé dans d'autres textes, par exemple « Solvency II ».

Un texte de compromis a entretemps été préparé par la Présidence suédoise et repris par la Présidence espagnole. L'un des principaux changements par rapport à la proposition de la Commission concerne la régime applicable aux fonds domiciliés dans les pays tiers et commercialisant leurs produits au sein de l'UE : l'autorisation de commercialisation au sein de l'UE ne serait plus réglée au niveau communautaire mais serait subordonnée, soit à la domiciliation du gestionnaire du fonds dans un Etat membre de l'UE, soit à la conclusion d'un accord d'échanges d'information bilatéral entre l'Etat membre en cause et le pays tiers concerné.

La Commission ECON du Parlement européen, de son côté, semble marquer sa préférence pour la proposition initiale de la Commission d'un régime communautaire d'autorisation des fonds domiciliés dans les pays tiers.

La Commission Juridique du Parlement européen propose d'exclure les holdings industriels du champ d'application du projet de directive sur les « *hedge funds* ». *Assonime*, l'association des sociétés cotées italiennes, considère que le champ de l'exclusion devrait être plus large et concerner les holdings qui détiennent des participations dans des sociétés à l'effet de poursuivre une stratégie commerciale (et non pas seulement industrielle).

Suivi : EI fera parvenir des commentaires additionnels sur les holdings avant le vote en session plénière au Parlement européen prévu pour la mi 2010.

(5) T2S

L'instance dirigeante du projet (« *Advisory group* ») au sein de la BCE a approuvé le 15 janvier 2010 la mise en place d'une « *Task Force* » sur la « *Shareholders visibility* » auprès de laquelle un certain nombre d'émetteurs seront représentés et dont l'objectif sera de formuler des propositions visant à faciliter la communication entre émetteurs et investisseurs dans un contexte transfrontalier. Les travaux de cette « *Task Force* » seront menés en étroite coopération avec la Commission européenne.

Le 16 avril 2010, le responsable du projet T2S à la BCE a annoncé un report du calendrier de finalisation du projet, initialement prévu pour 2013, principalement pour des raisons techniques liées, selon le communiqué de presse, « au besoin de comprendre avec précision les spécificités du règlement des titres ».

Les enjeux pour les émetteurs : obtenir l'appui de la BCE en faveur d'une initiative communautaire consacrant, au niveau européen, le principe de l'identification des actionnaires.

(6) Contrôle interne et gestion des risques (CIGR)

EuropeanIssuers (EI) a adopté le 26 janvier 2010 des principes communs de contrôle interne et de gestion des risques (CIGR) pour les sociétés cotées européennes. Ces principes explicitent les rôles des acteurs impliqués dans les systèmes de CIGR, leurs interactions principales et leurs interactions avec le contrôleur légal des comptes de la société. Ils précisent notamment la notion de « suivi de l'efficacité des systèmes de CIGR ». La clarification des définitions et rôles devrait contribuer à améliorer l'efficacité de ces systèmes, grâce notamment à une meilleure interaction entre les acteurs internes et externes et à une compréhension partagée. La position d'EI complète mais ne remplace pas les lois nationales et les codes de gouvernement d'entreprise que les sociétés sont susceptibles d'appliquer, étant observé que les directives européennes n'imposent pas de tels principes communs.

S'inscrivant dans ce cadre, l'AFEP, le MEDEF, l'ANSA et Middlednext ont publié en mars 2010 un texte résumé sur les « Systèmes de contrôle interne et de gestion des risques. Principes communs pour les sociétés cotées européennes ».

(7) Consultation du CESR sur l'élargissement du champ d'application de la directive Transparence en matière de notification des participations significatives

Le CESR examine actuellement l'opportunité d'étendre aux instruments ayant un effet économique similaire à la détention d'actions l'exigence de la notification prévue par la directive Transparence. Le CESR constate tout d'abord que de tels instruments créant une exposition économique à long terme, sont souvent utilisés pour acquérir une influence déterminante au sein de l'émetteur et permettent donc une prise de contrôle rampante. Le CESR propose en conséquence d'étendre le champ de la notification prévue au titre de la

directive Transparence à l'ensemble des instruments financiers. Cette proposition est faite dans le cadre du réexamen en cours de la directive Transparence.

En Grande-Bretagne, à la différence de la France (*cf infra*), les instruments à dénouement monétaire sont assimilés aux actions ou aux instruments financiers donnant droit à l'acquisition d'actions. Aux Pays-Bas, un projet de loi similaire préconisant l'assimilation a été présenté au Parlement.

S'agissant du champ d'application de l'exigence de notification, celle-ci devrait se limiter, selon l'ANSA et l'AFEP, aux instruments donnant potentiellement accès aux titres sous-jacents, que le dénouement s'effectue en espèces ou sous de forme de titres. Il convient de souligner que la position de la France, reflétée dans l'Ordonnance du 30 janvier 2009, est partagée par la FSA britannique, à cette différence près qu'en France, la déclaration des accords ou instruments financiers dont le dénouement est réalisé exclusivement en espèces, qui ne sont pas « assimilés » aux instruments permettant d'*acquérir* des actions déjà émises, est faite de façon *séparée*³.

S'agissant des modalités de la notification au plan européen, l'ANSA et l'AFEP sont favorables à l'instauration d'une catégorie séparée pour les instruments à dénouement monétaire, mais sans fixer de seuil de notification spécifique, comme le préconise *Assonime*.

Suivi : *EuropeanIssuers* (EI) finalisera sa position courant avril 2010.

(8) « Stewardship code » pour les investisseurs institutionnels en Grande-Bretagne

Le Financial Reporting Council (FRC) en GB procède actuellement à une consultation sur la mise en place d'un code concernant la responsabilité des investisseurs institutionnels et préconisant notamment que les investisseurs institutionnels s'engagent à divulguer leur politique de vote.

Dans son projet de commentaires, EI marque son soutien aux propositions du FRC visant plus particulièrement à renforcer le dialogue entre les investisseurs et les sociétés émettrices, à abolir les barrières à l'investissement étranger au sein des sociétés anglaises (en soulignant notamment que la Commission européenne appuyait l'instauration de standards volontaires relatifs à la préparation des AG) et à récompenser la fidélité des actionnaires (« *rewarding loyalty* ») par un droit de vote multiple ou un dividende de fidélité.

La Commission européenne a indiqué qu'elle pourrait reprendre ces propositions dans le cadre d'une recommandation.

Suivi : finalisation de la proposition de commentaires d'EI. Il conviendra d'établir une distinction entre le droit de vote double à la française et le régime de vote plural.

³ - Cf communication ANSA n° 09-008 (mars 2009). Sur les avantages du système français de déclaration séparée, cf S. Plais, « Franchissement de seuils et intérêts économiques – Pourquoi l'information séparée s'avère plus pertinente que l'assimilation », *Banque & Droit* n° 130, mars-avril 2010, p.15.