



# 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](mailto:ansa@ansa.asso.fr)

2011 – II

Juin 2011

n° 11-030

## NEWSLETTER

### 1/ Infrastructures de marché

#### SLD

En ce qui concerne la proposition de directive sur les titres intermédiés (« *Securities Law directive – SLD* ») qu'elle compte publier dans la première moitié de 2011, la Commission européenne serait prête à effectuer des modifications qui iraient dans le sens des demandes des émetteurs :

- l'intégrité de l'émission serait évoquée séparément de la notion de « *book-entry securities* ». L'intégrité de l'émission vise à s'assurer qu'il n'y a pas plus de titres en circulation que ceux qui ont été émis. Elle vise donc à prévenir le risque d'inflation des titres. La notion de « *book-entry securities* », distincte de celle de titres (« *securities* »), qui dans la proposition est évoquée à propos de l'intégrité de l'émission, laisse penser que chaque inscription en compte le long de la chaîne de détention se traduit par la création d'un actif financier distinct, ce qui rend impossible le contrôle de l'intégrité de l'émission.
- la modification de la règle de conflit de lois : la Commission devrait supprimer la référence aux « *headquarters* » comme critère de rattachement supplémentaire (cette notion reviendrait à réintroduire la règle d'autonomie et du libre choix purement contractuel, qui était prévue dans le cadre de la Convention de la Haye) et se bornerait à préciser le critère de la loi de la situation du compte avec un critère de rattachement acceptable pour les émetteurs, à savoir la loi du lieu de la succursale qui gère la relation entre le teneur de compte et le titulaire du compte.

**Prochaines étapes :** la Commission devrait publier prochainement une étude d'impact qui prendrait en compte ces modifications, puis, d'ici les vacances d'été, sa proposition formelle de directive.

#### EGMI (« **European Group for Market Infrastructures** »)

EGMI est un groupe d'experts nouvellement créé et au sein duquel EI est représenté, chargé de conseiller la Commission sur les modalités d'intégration des activités post-marché. Jusqu'à présent, l'accent a été mis dans le processus d'intégration sur la réduction des coûts (consolidation des infrastructures, création de pools de liquidité dans un marché unifié ; harmonisation des règles nationales pour permettre au marché élargi d'opérer ; accès direct des participants aux infrastructures de marché, etc.).

A l'avenir la Commission souhaite plutôt mettre l'accent sur les besoins des utilisateurs, notamment des émetteurs (marchés spécialisés, par exemple pour les PME ; priorité donnée à

l'intégration sur la consolidation, notamment par un renforcement de l'interopérabilité et de la transparence ; meilleure gestion de risques et des comportements ; etc.).

**Prochaines étapes :** EI fera part de ses commentaires à la Commission d'ici fin juin.

## II/ Droit des sociétés

La Commission européenne a publié le 5 avril 2011 un rapport du groupe d'experts *sur l'avenir du droit des sociétés en Europe*, rendu public le 5 avril 2011. Ce rapport devrait servir de base aux propositions législatives que la Commission fera en la matière à partir de 2012.

Les propositions du groupe d'experts peuvent être résumées comme suit.

1. Proposition de directive sur le transfert du siège social (avec maintien de la personnalité morale). Le rapport préconise l'adoption par la Commission d'une proposition de directive permettant le transfert de siège social sans dissolution (le recours à la fusion transfrontalière s'avère en pratique beaucoup plus onéreux). Le rapport ne propose toutefois pas d'harmoniser les règles de conflit de lois en vigueur dans les Etats-membres, certaines, comme dans le cas de la France, prévoyant comme critère de rattachement la coïncidence entre siège social statutaire et siège social réel (théorie du siège social réel), d'autres permettant la dissociation entre siège statutaire et siège réel, par exemple : GB, LU (théorie de l'incorporation).

Dans le cas des Etats membres qui appliquent le principe du siège social réel, deux séries de conséquences juridiques peuvent être envisagées : soit la dissolution pure et simple dans l'Etat-membre d'origine par exemple dans le cas ci-dessous de la société qui aurait transféré son siège réel dans un autre Etat, soit le maintien de la soumission à la loi de l'Etat-membre d'origine (F) en cas de transfert du siège réel.

Dans l'affaire CARTESIO<sup>1</sup>, la Cour de Justice européenne a reconnu le droit de la Hongrie d'imposer des conditions au transfert de siège social et de dissoudre une société enregistrée en Hongrie, qui avait transféré son siège réel en Italie. La Cour a en effet considéré qu'il n'y avait pas en l'espèce d'obstacle à la liberté d'établissement.

En conséquence, le transfert (sans dissolution) du siège social réel (indépendamment du siège statutaire) ne serait possible que si les deux Etats membres concernés, l'Etat-membre d'origine (celui du siège social statutaire) et l'Etat membre d'accueil (celui du siège réel), le permettent.

Commentaire : il y a cependant des hypothèses où la diversité des règles peut conduire à un conflit de lois constitutif d'un obstacle à la libre circulation : ainsi dans le cas d'une société immatriculée en France qui procéderait au transfert de son seul siège réel au Luxembourg. Dans ce cas en effet, la France considérerait que la société resterait soumise au droit français alors que le Luxembourg, qui met en oeuvre le principe du siège réel, revendiquerait l'applicabilité de son propre droit.

2. Proposition de la directive sur les scissions transfrontières

---

<sup>1</sup> - CJCE 16 décembre 2008 Aff. C-210/06 CARTESIO

3. Réexamen de la directive sur les fusions transfrontières, afin de tirer parti de l'expérience acquise en la matière (par exemple : nécessité d'harmoniser les règles de valorisation des titres faisant l'objet de l'échange de titres).

4. Réexamen de la directive SE et proposition de directive sur la société privée européenne.

5. Renforcement des règles de transparence, par l'interconnexion des registres de sociétés nationaux et la diffusion dans l'ensemble de l'UE de décisions de disqualification des dirigeants sociaux.

6. Réexamen des codes de gouvernement d'entreprises nationaux en vue de leur faire prendre en compte l'exigence de développement à long terme de l'entreprise :

- réexamen des règles de transparence relatives à l'information réglementée. L'exigence du rapport trimestriel, qui reflète surtout une préoccupation à court terme, devrait être réaménagée,
- réexamen de la directive « Abus de marché » en vue de redéfinir les informations devant être divulguées notamment aux actionnaires stables qui sont intéressés aux politiques de développement à long terme,
- projet de directive ou de recommandation visant à exiger des entreprises qu'elles adaptent leurs statuts en vue de refléter l'objectif à long terme de développement et de continuité de l'entreprise,
- mention dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise des objectifs à long terme de l'entreprise et des moyens de les atteindre,
- mention dans le rapport de gouvernement d'entreprise des politiques de gestion des risques et de procédures de suivi mises en place par l'entreprise.

7. Responsabilité des administrateurs : proposition de recommandation visant à l'adoption par les Etats membres d'un certain nombre de principes dont le respect s'effectuerait sur la base du principe « *comply or explain* » ou dans le cadre d'un régime légal de responsabilité des administrateurs.

8. Engagement à long terme des actionnaires :

- en fidélisant les actionnaires par des droits de vote ou des dividendes accrus,
- en dialoguant avec les actionnaires en vue de promouvoir les objectifs à long terme de l'entreprise sans déclencher les règles de divulgation relatives aux informations privilégiées ou à l'action de concert.

9. Investisseurs institutionnels :

- Divulgence de leurs politiques de vote,
- Publication régulière des actions entreprises ou nécessaires,
- Analyse des risques d'investissement par les entreprises d'assurances et les fonds de pension.

10. Mécanismes d'incitation à la participation des actionnaires :

- Simplification des procédures de vote des actionnaires, plus particulièrement dans les systèmes de détention intermédiaires,
- Mise en place de plateformes de vote électronique,
- Permettre aux émetteurs d'identifier leurs actionnaires et de communiquer avec eux.

11. Révocabilité des dirigeants et clarification de la notion d'indépendance (des administrateurs) :

- Introduction d'une plus grande flexibilité dans la durée du mandat et suppression de la révocabilité *ad nutum* (introduction d'un régime de révocation pour justes motifs),
- Réévaluation par la Commission de la notion d'indépendance.

12. Gouvernance des entreprises (liberté de choix de la structure moniste ou duale)

13. Groupe de sociétés :

- Evaluation du caractère approprié du régime des informations réglementées au cadre des groupes de sociétés,
- Prise en compte de la structure de groupe dans le «*corporate governance statement*».

**Prochaines étapes :** EI fera part à la Commission de ses commentaires

### **III/ ESMA ((Nouvelle autorité de supervision européenne des titres)**

Lee Piller, directeur à l'ESMA, a présenté au *Legal Committee* d'EI qui s'est tenu à Paris le 18 mai 2011, les priorités d'action de l'autorité de supervision européenne. Outre l'activité de conseil à la Commission, l'ESMA est dotée de compétences pour élaborer des normes d'applications techniques.

M. Piller a sollicité le point de vue des émetteurs sur deux questions : « l'empty voting » et les déficiences de communication financière de certains émetteurs en matière de date de détachement de dividende. Cette dernière question a été soulevée par l'AMF. La plupart des émetteurs, selon elle, parviennent cependant à informer le marché des dates de versement des dividendes très en amont de leur mise en paiement effective.

**Suivi :** EI transmettra ses commentaires à l'ESMA sur « l'empty voting » et sur la question des délais minimaux de communication des dates de versement des dividendes.

### **IV/ Livre vert sur le gouvernement d'entreprise**

*EuropeanIssuers* a mis en place 5 groupes de travail internes (« comply or explain », identification des actionnaires, droits des actionnaires, composition du conseil d'administration, rémunérations et gestion des risques) pour finaliser d'ici le prochain *Legal Committee* (LC) du 6 juillet la réponse d'EI à la dernière consultation de la Commission européenne sur le gouvernement d'entreprise dans les sociétés non financières (*Livre vert* du 5 avril 2011). L'ANSA est représentée dans les 5 groupes et pilote celui qui concerne la composition du conseil.

Les adhérents directs d'EI seront invités à la prochaine réunion du LC d'EI le 6 juillet prochain à Bruxelles pour faire part directement de leurs commentaires aux représentants de la Commission qui participeront également cette réunion.

L'essentiel des questions soulevées par la Commission européenne est repris de la précédente consultation d'octobre 2010, qui concernait les établissements financiers (composition du conseil d'administration, rémunérations et gestion des risques, identification des actionnaires).

Les principaux sujets de préoccupation des émetteurs concernent les aspects suivants : la proposition de la Commission de rendre obligatoire la dissociation des fonctions de Président

et de DG (à l'image des préconisations du code de gouvernement d'entreprise anglais) ; le vote des actionnaires sur la politique de rémunération ; la révocation des dirigeants pour justes motifs.

**L'enjeu** est de prévenir l'adoption par la Commission européenne de recommandations qui pourraient ultérieurement faire l'objet de mesures contraignantes. Peuvent en revanche être appuyées les propositions visant à consacrer le principe d'identification des actionnaires et l'exigence de mesures de transparence de la part des « *proxy advisors* ».

**Suivi :** finalisation des propositions de commentaires des 5 groupes de travail avant l'adoption d'une position de synthèse d'EI pour début juillet.

---