



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

2017 – I  
Mars 2017

n° 17-007

## NEWSLETTER - EUROPE

### (1) Régulation financière

#### (1.1) Union des Marchés de capitaux

La Commission a lancé le 20 janvier 2017 une consultation publique sur la révision à mi-parcours de l'Union des marchés de capitaux afin de permettre aux parties prenantes de réévaluer les données devant être intégrées dans le plan d'action de l'UMC. La Commission envisage des adaptations ciblées du plan d'action de 2015. Les résultats de cette consultation alimenteront la révision du plan d'action que la Commission compte publier en juin 2017. Les commentaires et suggestions devront parvenir d'ici le 17 mars 2017 à la Commission via le questionnaire en ligne : [https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-cmu-mid-term-review\\_en](https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-cmu-mid-term-review_en)

#### (1.2) Nouveau règlement Prospectus

Le 20 décembre 2016 le Comité des représentants permanents a approuvé cet accord au nom du Conseil. Celui-ci adoptera la version définitive du règlement une fois que le Parlement européen aura approuvé le texte retenu. Le texte final devrait être publié au JOUE en avril ou mai 2017 et le règlement, qui entrera en vigueur 20 jours après sa publication, sera applicable 24 mois plus tard, soit au printemps 2019.

L'ESMA a débuté ses travaux sur les projets de mesures de niveau 2 (bien qu'elle n'ait pas encore reçu de mandat formel de la part de la Commission). Au total, une quarantaine de projets de textes de niveau 2 devraient être préparés et donner lieu à consultation dans le courant 2017. Par ailleurs, la Commission devrait organiser une conférence le 29 mars 2017 sur la mise en œuvre et l'interprétation à donner aux principales dispositions du règlement.

*Pour une analyse détaillée, voir Fiche ANSA n° IV-3.*

### (2) Fiscalité - CBCR Public

Si le Conseil constitutionnel a censuré l'article de la loi Sapin 2 qui prévoyait un dispositif de *reporting* public pays par pays, au motif que ces dispositions portaient une « atteinte disproportionnée à la liberté d'entreprendre », un tel dispositif pourrait être prochainement adopté au niveau européen, malgré les critiques formulées à son encontre par les représentants des émetteurs, dont *EuropeanIssuers*.

La Commission a publié le 12 avril 2016 une proposition de directive rendant obligatoire la publication d'un reporting fiscal et comptable pays par pays sous forme d'un amendement à la directive comptable de 2013, à laquelle était jointe une étude d'impact.

La question centrale qui occupe à l'heure actuelle les débats au sein du Conseil et du Parlement européen est celle de la base juridique de la proposition de directive : celle-ci relève-t-elle de la liberté d'établissement, qui prévoit une décision à la majorité qualifiée au Conseil et la codécision avec le Parlement ou, au contraire de l'harmonisation fiscale qui prévoit une décision à l'unanimité du Conseil après une simple consultation du Parlement ?

Si une majorité du Parlement européen est favorable à l'adoption de la proposition de la Commission., au conseil, en revanche, l'issue des discussions apparaît plus incertaine.

*Pour une analyse détaillée, voir Fiche ANSA n° IV-7.*

**(3) Droits des sociétés- Droits des actionnaires**

Le projet de directive modifiant la directive Droits des actionnaires la fait l'objet le 7 décembre 2016 d'un accord entre les trois institutions européennes au sein du trilogue. Le texte doit encore faire l'objet d'un vote en session plénière du Parlement Européen au printemps 2017 avant d'être formellement adopté. Les États membres disposeront d'un délai maximal de deux ans pour intégrer les nouvelles dispositions dans leur droit national.

L'ESMA devra préparer, dans un délai de 15 mois après l'entrée en vigueur de la directive révisée, des propositions de mesures de niveau 2 relatives d'une part, au format des informations sur l'identité des actionnaires et au délai dans lequel celles-ci devront être communiquées à l'émetteur et d'autre part, à la nature et au format des informations que l'émetteur devra transmettre aux actionnaires pour permettre à ceux-ci d'exercer les droits attaché à leurs titres.

*Pour une analyse détaillée, voir Fiche ANSA n° IV-2.*

---



Journées d'études 2017  
Jeudi 19 janvier et mardi 24 janvier  
Jeudi 9 février et mercredi 22 février

Panorama d'actualité juridique, fiscale et européenne

*Fiche IV-3*  
*6 mars 2017*

### **Nouveau règlement Prospectus**

La Commission a publié le 30 novembre 2015 une proposition de règlement modifiant la directive 2003/71/CE « Prospectus ». Cette proposition ambitieuse de simplification du régime en vigueur constitue l'une des premières initiatives législatives prises dans le contexte de l'Union des marchés de capitaux (*Capital Markets Union - CMU*).

Le 17 juin 2016, le Conseil a formellement adopté sa position de négociation concernant le projet de règlement Prospectus. Le 15 septembre 2016, le Parlement européen a adopté en plénière le rapport de la Commission ECON, ouvrant ainsi la voie aux négociations au sein du trilogue en vue de l'adoption du texte en première lecture en des termes identiques par les trois institutions européennes. Le 7 décembre 2016, un accord est intervenu entre les trois institutions sur le texte final du règlement Prospectus.

Le 20 décembre 2016 le Comité des représentants permanents a approuvé cet accord au nom du Conseil. Celui-ci adoptera la version définitive du règlement une fois que le Parlement européen aura approuvé le texte retenu. Le texte final devrait être publié au JOUE en avril ou mai 2017 et le règlement, qui entrera en vigueur 20 jours après sa publication, sera applicable 24 mois plus tard, soit au printemps 2019.

L'ESMA a débuté ses travaux sur les projets de mesures de niveau 2 (bien qu'elle n'ait pas encore reçu de mandat formel de la part de la Commission). Au total, une quarantaine de projets de textes de niveau 2 devraient être préparés et donner lieu à consultation dans le courant 2017. Par ailleurs, la Commission devrait organiser une conférence le 29 mars 2017 sur la mise en œuvre et l'interprétation à donner aux principales dispositions du règlement.

Si le texte final va dans le sens souhaité par *EuropeanIssuers* sur un certain nombre d'aspects (assouplissement des contraintes du résumé, extension du champ d'application du résumé pour les PME et suppression de la catégorisation des facteurs de risque), il apparaît décevant sur un certain nombre d'autres aspects, notamment à propos du relèvement de certains seuils d'exemption, qui est insuffisant pour exempter de l'exigence du prospectus européen l'ensemble des offres qui sont faites dans un cadre purement national, ou de la limitation et de la hiérarchisation des facteurs de risques qui sont sources d'incertitude et d'accroissement de la responsabilité des émetteurs .

#### **(1) Exemptions**

La majorité des seuils d'exemption n'est pas modifiée. Seuls quelques seuils, dont les trois suivants, sont relevés :

- l'article 1(2)(a) du règlement fixe le seuil d'exemption de tout prospectus à 1 million € au lieu de 100 000 €; le règlement précise que les Etats-membres doivent être autorisés à exempter de telles offres de l'exigence d'un prospectus, laquelle pourrait constituer une charge disproportionnée. Il ne s'agit donc pas d'une exemption pure et simple, mais d'une faculté offerte aux Etats membres ;
- le seuil d'exemption nationale est fixé entre 1 et 8 millions €, soit une augmentation limitée par rapport au seuil précédent qui était de 5 millions; l'article (3)(2) du règlement modifie le régime d'exemption applicable entre les deux seuils de 1 000 000 € et 8 000 000 €: les Etats-membres se voient désormais offrir l'option d'exempter du régime européen les offres comprises entre ces deux seuils, au lieu de la possibilité, dans le cadre de la directive existante, d'appliquer des règles nationales spécifiques (pour les offres comprises entre 100 000 et 5 millions d'euros). Les Etats-membres seront alors tenus d'informer la Commission et l'ESMA de l'exercice de cette option et du montant de l'offre en deçà duquel s'appliquera l'exemption pour les offres nationales ;
- le seuil d'admission de titres fongibles avec des titres déjà admis à la négociation sur le même marché réglementé est augmenté : les titres fongibles bénéficient de l'exemption de publier un prospectus s'ils représentent, sur 12 mois, moins de 20% des titres admis à la négociation. La directive 2003/71 réserve actuellement cette exemption aux actions émises avec un droit préférentiel de souscription et fixe le seuil à 10 %. L'élargissement de l'exemption aux autres titres (et notamment aux titres de créance) et le relèvement du seuil à 20 % devraient donc faciliter les levées de capitaux.

L'article 1(3)(ba) du règlement maintient l'exemption pour les **offres de titres de créances dont la valeur nominale est d'au moins 100 000 €** (offres et admissions dites « *wholesale* »), que la Commission avait proposé de supprimer. Par ailleurs, l'article 5(2) du règlement élargit le régime « *wholesale* » d'exemption à l'ensemble des titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé, même si l'exigence d'une valeur minimale de 100 000 € n'est pas atteinte, à la condition que les titres en question ne soient pas revendus à des investisseurs non-qualifiés.

L'exemption en cas d'offre à un cercle d'investisseurs restreint est maintenue à 150 personnes. Par ailleurs, l'article 1(5)(a) du règlement prévoit que les exemptions, à l'exception de celle de 20% pour les titres fongibles, peuvent se combiner.

## (2) Contenu et résumé du prospectus

L'article 6 du règlement reprend sans les modifier les principes qui régissent déjà la forme et la structure du prospectus sous l'empire de la directive existante. Le prospectus contient toutes les informations « *nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, les droits attachés à ses valeurs mobilières, ainsi que les raisons de l'émission et son impact sur l'émetteur* ». Le prospectus peut être constitué d'un document unique ou de trois documents (document d'enregistrement, note sur les valeurs mobilières, résumé).

### Résumé

L'article 7 modifie en profondeur la forme et le contenu du résumé pour le rendre plus concis et lisible. L'objectif reste le même : il s'agit d'exposer brièvement les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières et les principaux risques présentés par ceux-ci.

L'article 7.2 limite à 7 pages (soit une légère augmentation par rapport à la proposition initiale de 6 pages de la Commission) de format A4 la longueur du résumé, dont le contenu doit être « *précis, correct, clair et non trompeur* ». Le résumé devra utiliser une police de taille raisonnable et employer un langage non technique et compréhensible. Le règlement prévoit la possibilité d'allonger le résumé dans des cas spécifiques.

L'article 7.4 précise la structure du résumé, qui doit comporter 4 parties : l'introduction qui doit comporter des avertissements ; les informations clés sur l'émetteur ; les informations clés sur les titres ; les informations clés sur l'offre et/ou l'admission à la négociation.

Chaque partie est divisée en sous-sections comprenant des informations standardisées décrites dans les articles 7.5 à 7.9. L'ESMA sera chargée de préciser le contenu de ces informations dans des normes techniques réglementaires (article 7.11).

Le texte prévoit la possibilité, pour les titres entrant dans le champ d'application du règlement PRIIPs, de substituer le Document d'Informations Clés (DIC) au résumé (article 7(10) et indique que cette l'exigence de publication du DIC est considérée comme satisfaite par la communication du résumé du prospectus à l'investisseur.

Le régime de responsabilité allégé du résumé est confirmé : la responsabilité de la personne ayant préparé le résumé ne peut être engagée que si le résumé, considéré conjointement avec l'ensemble du prospectus, est susceptible d'induire en erreur, inexact ou incohérent.

L'article 7(9a) prévoit que le nombre total de facteurs de risques que doit contenir le résumé est limité à 15, à la fois pour les risques relatifs à l'émetteur et pour ceux concernant les garants éventuels (alors que le chiffre était limité de 5 pour les risques relatifs à l'émetteur et à 5 pour les risques relatifs aux titres dans la proposition initiale de la Commission).

### **(3) Document d'enregistrement universel (*Universal Registration Document – URD*)**

L'article 9 introduit une innovation significative sous la forme du document d'enregistrement universel qui offre aux émetteurs réguliers l'option d'un enregistrement de référence (« *shelf registration* ») et permet à ceux qui préparent chaque année un document de référence de bénéficier d'une procédure d'approbation accélérée du prospectus lorsque celui-ci sera soumis ultérieurement aux autorités compétentes.

Ce document, inspiré du document de référence français, décrit l'organisation de l'émetteur, son activité, sa situation financière, ses résultats et leurs perspectives, la structure de gouvernance et de l'actionariat. Le document d'enregistrement universel constituerait une modalité du document d'enregistrement classique auquel il se subsisterait.

L'URD, accompagné de la note sur les valeurs mobilières et du résumé constituerait, conformément à l'article 10 (1), le prospectus.

Les avantages de l'URD par rapport au document d'enregistrement classique, tous les deux pouvant être incorporés au prospectus en trois parties (voir infra), sont de trois ordres :

- les émetteurs « réguliers » admis à la négociation sur un MR ou un MTF peuvent bénéficier, après avoir obtenu une approbation préalable de leur URD pendant deux années consécutives, d'une publication de leur URD sans approbation préalable des autorités de supervision ;
- une fois l'URD publié, le prospectus incorporant cet URD bénéficie d'une procédure d'approbation accélérée (5 jours au lieu de 10 jours actuellement). ;
- l'URD peut être utilisé, sous certaines conditions, au lieu et place des rapports semestriels et annuels requis par la directive Transparence. Le document d'enregistrement universel permet donc de s'assurer de la cohérence des informations fournies au titre de la directive Transparence et du règlement Prospectus.

Le régime de l'URD compléterait celui de publication allégée prévu pour les émissions secondaires.

#### **(4) Prospectus de base, prospectus en trois parties et supplément**

L'article 8 du règlement clarifie le fonctionnement du régime du prospectus de base qui, pour l'essentiel, reste inchangé.

Le prospectus de base contient toutes les informations pertinentes sur l'émetteur et sur les titres offerts au public ou admis à la négociation sur un marché réglementé, à l'exception des conditions définitives de l'offre. Une fois le prospectus de base approuvé, l'émetteur peut émettre les titres obligataires autant de fois qu'il le souhaite pendant une période de 12 mois, à condition de déposer, préalablement à chaque offre, les conditions définitives de chacune d'entre elles auprès des autorités de supervision.

Le prospectus de base offre un certain nombre de flexibilités car (1) les conditions définitives de l'offre ne sont pas soumises à approbation et (2) l'émetteur ne doit obtenir que l'approbation du seul prospectus de base pour pouvoir procéder à des offres multiples au cours d'une période de 12 mois, sans avoir à rédiger un prospectus distinct pour chaque offre. En 2014, 40% des prospectus approuvés au sein de l'UE l'étaient sous la forme de prospectus de base.

L'article 8 apporte les modifications suivantes au régime existant :

- Il étend le régime du prospectus de base à l'ensemble des offres de titres « *non-equity* » ;
- Le prospectus de base peut consister en 3 documents distincts (article 10) et comporter, aux lieux et place du document d'enregistrement classique, un document d'enregistrement universel ouvert aux émetteurs « réguliers » bénéficiant de la procédure d'approbation accélérée (voir supra) ;
- L'obligation de préparer un résumé du prospectus de base est supprimée (lorsque celui-ci ne précise pas les conditions définitives), de telle sorte que seul un résumé pour chaque offre spécifique doit être préparé et annexé aux conditions définitives lorsque celles-ci seront notifiées aux autorités de supervision.

L'article 10 précise le régime applicable aux prospectus en 3 parties : le document d'enregistrement, la note relative aux valeurs mobilières et le résumé. Le document d'enregistrement contient les informations relatives à l'émetteur. La note contient les informations relatives aux valeurs mobilières offertes au public ou proposées à la négociation sur un marché réglementé.

L'article 10 consacre le principe selon lequel les trois documents peuvent faire l'objet d'autorisations séparées à des moments différents. Ceci permet à l'émetteur de préparer à l'avance le document d'enregistrement et de le compléter ultérieurement par une note sur les valeurs mobilières et un résumé, lorsque les conditions pour la levée de fonds s'avèrent plus favorables.

L'article 10 (2) étend par ailleurs la possibilité d'autorisations séparées au document d'enregistrement universel.

Le régime de responsabilité associé au prospectus demeure inchangé (article 11) : la responsabilité pour l'information donnée dans le prospectus repose sur l'émetteur, l'offreur, la personne demandant l'admission à la négociation ou le garant pour toute la durée de validité du prospectus. L'article 11.2 reprend le régime de responsabilité allégé déjà décrit à l'article 7.

#### **(5) Émissions secondaires**

L'article 14 du règlement introduit un régime simplifié pour les émissions secondaires de titres (actions et obligations) sur un marché réglementé ou sur un marché de croissance pour les PME. Ce régime devrait couvrir 70 % des émissions secondaires sur ces marchés, et concernerait les émetteurs qui ont déjà préparé un prospectus lors d'une offre au public de titres financiers ou d'une admission antérieure.

Le régime simplifié sera réservé aux émetteurs :

- dont les valeurs mobilières sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation depuis au moins dix-huit mois et qui émettent à nouveau des valeurs mobilières de même catégorie ;
- dont les actions sont cotées sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation depuis au moins dix-huit mois et qui émettent des titres de dette ; et
- qui font des offres au public portant sur une catégorie de titres admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation depuis au moins 18 mois.

Le régime comprendra la publication d'un résumé (dans les conditions fixées par l'article 7), d'un document d'enregistrement spécifique et d'une note sur les valeurs mobilières. La Commission adoptera des actes délégués pour préciser le contenu de ces deux documents.

Par dérogation à l'article 6 (1), le prospectus simplifié doit comprendre l'information nécessaire pour permettre aux investisseurs de comprendre les perspectives de l'émetteur, ainsi que les changements significatifs dans la situation financière et dans l'activité de l'émetteur et du garant survenus depuis la fin du dernier exercice., les droits attachés aux titres émis ou offerts, les raisons de l'émission et son impact sur l'émetteur. Cette information doit être présentée de manière succincte, compréhensible et facilement analysable.

Si le principe de cette simplification peut être approuvé, celle-ci s'accompagne d'une importante délégation à la Commission pour préciser les conditions de mise en oeuvre de ce régime.

## **(6) Marchés de croissance**

Le texte final de l'article 15 du règlement modifie, de manière significative, la proposition initiale de la Commission en mettant un place un régime proportionné qui s'appliquerait d'une part aux PME, d'autre part aux émetteurs autres que les PME émettant des titres sur un marché de croissance (« *EU Growth Markets* »), à la condition que leur capitalisation boursière reste inférieure à 500 millions € et enfin aux offres de taille réduite, indépendamment de la taille de l'émetteur, dont le montant reste inférieur à 20 millions € sur une période de 12 mois, à la condition que ces émetteurs n'aient pas de titres négociés sur des plateformes multilatérales de négociation (*Multilateral Trading Facility – MTF*) et que le nombre de leurs employés n'excède pas 499.

Le prospectus pour les marchés de croissance sera établi sur la base de formats allégés et standardisés du résumé, du document d'enregistrement et de la note d'opération et adaptera l'information à inclure dans le prospectus à la taille et aux caractéristiques des sociétés concernées.

## **(7) Facteurs de risques, omissions et incorporation par référence**

L'article 16 du règlement modifie le régime existant des facteurs de risque. Ne sont pris en compte que les risques significatifs et propres à l'émetteur et/ou aux titres. Les facteurs de risque devront être répartis entre un nombre limité de catégories et, au sein de chaque catégorie, selon leur niveau d'importance relative déterminée par l'émetteur en fonction de leur probabilité d'occurrence et de l'amplitude escomptée des effets négatifs. Dans son évaluation, l'émetteur pourra recourir à une échelle qualitative – risqué élevé, moyen ou faible.

L'ESMA sera chargée de préparer des « *guidelines* » sur l'évaluation par les autorités compétentes de la spécificité et de la matérialité des facteurs de risque.

Les exigences du règlement sur ce point, qui reprennent pour l'essentiel les propositions de la Commission, sont sources d'incertitude et d'accroissement de la responsabilité des émetteurs. D'une part

en effet, la sélection des facteurs de risque est susceptible de conduire à des négociations complexes avec le régulateur en vue de l'incorporation dans le prospectus des facteurs que l'émetteur souhaite inclure. D'autre part, la hiérarchisation des facteurs de risque en un nombre limité de catégories « selon leur probabilité d'occurrence et l'amplitude des effets négatifs escomptés » fait peser sur l'émetteur un risque de responsabilité accrue dans l'hypothèse où la hiérarchisation opérée est démentie par les faits. Qui plus est, l'obligation faite aux émetteurs de procéder à une analyse des risques fondée sur des modèles mathématiques (« probabilité d'occurrence », « amplitude des effets négatifs escomptés ») apparaît particulièrement délicate en présence d'évènements fortuits comme les catastrophes naturelles qui se caractérisent en général par des probabilités de survenance réduites mais par des effets négatifs qui peuvent être considérables.

L'article 17 précise les conditions selon lesquelles certaines **informations** peuvent être **omises du prospectus** (par exemple, le prix définitif de l'offre et le montant de titres). Le prospectus doit alors faire état du prix maximal et/ou du nombre maximal des titres concernés, ainsi que de la méthode de détermination du prix de l'offre.

L'article 18 précise et élargit le champ d'application du régime de **l'incorporation par référence** qui couvrirait :

- Les documents approuvés ou déposés auprès des autorités compétentes en application du règlement, ainsi que les documents auxquels le règlement se réfère (documents transmis dans le cadre de l'offre, etc.) ;
- L'information réglementée prévue par la directive Transparence et la directive comptable 2013/34/UE (rapports financiers semestriels et annuels, le rapport de gestion, le rapport d'audit, etc.) ;
- La déclaration de gouvernement d'entreprise telle que définie par la directive comptable 2013/34/UE ; le rapport sur les rémunérations tel qu'il sera défini par la nouvelle directive Droits des actionnaires ;
- Les statuts de la société.

La liste est susceptible d'être complétée par voie de normes techniques réglementaires.

## **(8) Approbation du prospectus et coopération entre autorités de supervision nationales**

Le régime des délais d'examen est légèrement modifié par l'article 19. Le délai d'approbation de 10 jours dans lequel l'autorité compétente doit notifier à l'émetteur sa décision d'approbation est maintenu mais celui de 20 jours qui concerne les émetteurs qui n'ont pas encore été admis à la négociation ou fait d'offres, ne vaut désormais que pour la première soumission d'un projet de prospectus. Le délai de 10 jours ne commence à courir à nouveau qu'à partir du moment où un projet de prospectus révisé ou les informations complémentaires demandées sont soumises à l'autorité compétente. Ces délais sont réduits à 5 jours pour les émetteurs « réguliers » (voir supra émissions secondaires).

---



Journées d'études 2017  
 Jeudi 19 janvier et mardi 24 janvier  
 Jeudi 9 février et mercredi 22 février

Panorama d'actualité juridique, fiscale et européenne

Fiche n° IV-7  
 6 mars 2017

### **Reporting fiscal et comptable pays par pays : état des lieux au sein de l'Union européenne**

Si le Conseil constitutionnel a censuré l'article de la loi Sapin 2 qui prévoyait un dispositif de *reporting* public pays par pays, au motif que ces dispositions portaient une « atteinte disproportionnée à la liberté d'entreprendre », un tel dispositif pourrait être prochainement adopté au niveau européen, malgré les critiques formulées à son encontre par les représentants des émetteurs, dont *EuropeanIssuers*.

#### **1) Etat d'avancement des travaux européen**

La Commission a publié le 12 avril 2016 une proposition de directive rendant obligatoire la publication d'un reporting fiscal et comptable pays par pays sous forme d'un amendement à la directive comptable de 2013, à laquelle était jointe une étude d'impact. La directive obligerait les sociétés multinationales opérant au sein de l'UE et dont le chiffre d'affaires consolidé excède 750 millions € à publier certaines informations comptables et fiscales concernant leurs activités mondiales. Les informations à publier seraient ventilées Etat membre par Etat membre au sein de l'UE et agrégées pour les pays tiers et porteraient aussi bien sur le montant des impôts à payer que sur ceux effectivement acquittés, ainsi que sur un certain nombre d'autres informations (description de l'activité, effectifs et chiffre d'affaires). La publication pays par pays serait ainsi limitée aux Etats membres de l'UE, au motif que l'Union ne pourrait l'imposer pour les pays tiers sans l'accord de ces pays, en raison de l'atteinte portée au secret fiscal généralement imposé pour les données en question.

La question centrale qui occupe à l'heure actuelle les débats au sein du Conseil et du Parlement européen est celle de la base juridique de la proposition de directive : celle-ci relève-t-elle de la liberté d'établissement, qui prévoit une décision à la majorité qualifiée au Conseil et la codécision avec le Parlement ou, au contraire de l'harmonisation fiscale qui prévoit une décision à l'unanimité du Conseil après une simple consultation du Parlement ?

Le 14 novembre 2016, le service juridique du Conseil a publié, à la demande de plusieurs États membres, un avis dans lequel il estime que la proposition de la Commission relève de l'article 115 du Traité de fonctionnement de l'UE (TFUE) sur l'harmonisation fiscale et non, comme l'a proposé la Commission, l'article 50 du TFUE sur la liberté d'établissement. Pour le service juridique du Conseil, « ni l'objectif ni le contenu de la proposition (de la Commission) ne correspondent au champ de l'article 50 TFUE », dès lors que le principal objectif de la mesure proposée « est de dissuader l'évasion fiscale en exposant les entreprises concernées à un examen public ». Pour que l'article 50 TFUE constitue une base juridique adéquate, il est indispensable que la protection des intérêts du public justifie la coordination des mesures nécessaires. Or, le service juridique du Conseil relève que « la proposition ne fait pas mention de la menace spécifique portée par les multinationales aux intérêts du public, menace qui pourrait requérir

l'accès aux informations fiscales pour la protection de ces intérêts. Les intérêts qui doivent vraiment être protégés sont ceux des trésors nationaux dans la lutte contre l'évasion fiscale », dont la protection est déjà assurée par le *reporting* pays par pays confidentiel permettant un échange d'information entre les administrations fiscales.

En réponse à cette critique, la Commission a publié son propre avis juridique dans lequel elle maintient son choix de l'article 50 TFUE. Douze Etats-membres (RFA, Suède, Finlande, Slovaquie, Irlande, Hongrie, Estonie, Chypre, Luxembourg, Autriche, République tchèque et Croatie) ont depuis lors demandé à la Commission de modifier la base juridique de sa proposition. La Commission ayant refusé de le faire, le changement de base juridique supposerait que le Conseil se prononce en ce sens à l'unanimité. La question de la base juridique de la proposition de la Commission fera l'objet d'une discussion formelle au Conseil début 2017 sous présidence maltaise.

Début décembre 2016, le Parlement européen a publié son avis juridique qui confirme le choix de la base juridique proposée par la Commission. Pour le Parlement européen, l'objectif de la proposition se fonde sur l'hypothèse que la publication d'informations fiscales « protège les intérêts du public... Pour vérifier cette hypothèse, il suffit de rappeler que le public est le bénéficiaire de la conformité des entreprises aux lois fiscales, dans la mesure où la sécurité et le bien être public sont assurés par le biais de politiques publiques financées par les impôts ».

En dépit de l'opposition d'une minorité du groupe PPE qui s'interroge sur l'opportunité du maintien de la base juridique de l'article 50 TFUE, qui pourrait être remis en question par la CJUE si le texte était adopté sur ce fondement, une majorité du Parlement européen reste favorable à l'adoption de la proposition de la Commission. Au Conseil, en revanche, l'issue des discussions apparaît plus incertaine : si, d'un point de vue technique, un texte de compromis semble se dessiner, au plan politique, la présidence maltaise refuse de procéder à un vote pour tester l'existence ou non d'une minorité de blocage et il est probable qu'aucune décision ne soit prise avant les prochaines échéances législatives en Allemagne qui constitue l'Etat-membre clé autour duquel pourrait s'articuler, le cas échéant, la minorité de blocage.

### **Contexte**

La création d'une telle obligation de déclaration publique avait déjà fait l'objet d'un certain nombre d'initiatives au niveau européen.

L'obligation de publier des données par pays est déjà entrée en vigueur pour certains secteurs d'activité et plus spécifiquement pour les établissements de crédit et institutions financières, conformément à la directive 2013/36/UE du 26 juin 2013 relative à l'accès à l'activité et à la surveillance prudentielle des établissements de crédit («CRD IV»), ainsi que pour les entreprises intervenant dans les domaines extractif et forestier, conformément à la directive comptable 2013/34/UE. Dans les deux cas, il s'agit d'un reporting public, et non pas seulement d'un reporting aux administrations fiscales.

Le 8 juillet 2015, le Parlement européen a affirmé son souhait de voir la Commission faire une proposition en matière de reporting pays par pays pour l'ensemble des entreprises multinationales. Le Parlement européen n'a cependant pas attendu cette proposition et a ajouté à ses propres amendements au projet de directive modifiant la directive Droits des actionnaires une obligation de publication pays par pays d'un certain nombre d'informations fiscales et comptables (résultats avant impôts ; impôts payés ; montant des subventions publiques reçues). Le Parlement européen a indiqué vouloir attendre les propositions que la Commission européenne allait faire en la matière avant de s'engager sur un compromis politique au sein du Trilogue, prenant ainsi en otage l'adoption du projet de directive sur les droits des actionnaires de sociétés cotées (v. Brochure ANSA 209/2017, IV-2, à paraître).

De son côté, la Commission européenne a lancé en juin 2015 une consultation sur la transparence fiscale des entreprises et a publié le 20 janvier 2016 la synthèse des résultats de cette consultation, qui fait ressortir qu'en majorité les réponses apportent leur soutien à un reporting fiscal public pays par pays. Le faible nombre de réponses (422) limite toutefois la portée de cette consultation.

Parallèlement, la Commission a publié le 28 janvier 2016 un projet de directive modifiant la directive 2011/16/UE sur l'échange d'informations dans le domaine fiscal. Ce projet s'inscrit dans le cadre du paquet de mesures contre l'évasion fiscale proposé par la Commission en 2015 et met en œuvre la recommandation de l'OCDE sur les déclarations pays par pays (action 13 BEPS) prévoyant que les sociétés multinationales dont le chiffre d'affaires excède 750 millions d'euros doivent communiquer des informations d'ordre fiscal, ventilées par pays, et que les autorités fiscales nationales doivent procéder à l'échange automatique de ces informations. La directive du 25 mai 2016 modifiant la directive 2011/16 en ce qui concerne l'échange automatique et obligatoire d'informations dans le domaine fiscal est entrée en vigueur le 3 juin 2016 et doit être transposée par les États membres avant le 5 juin 2017 (cf Brochure ANSA 209/2017, III-3, à paraître).

## 2) **Objections présentées par *EuropeanIssuers***

Le caractère partiel de la publication pays par pays prévu par le projet de directive du 12 avril 2016, a déjà suscité l'opposition des ONG favorables à une transparence fiscale généralisée, sans exception, et de beaucoup de parlementaires européens.

Les émetteurs européens se sont généralement opposés très fermement à ce projet. *EuropeanIssuers* a diffusé deux prises de position, la première le 1er avril 2016, la seconde le 12 juillet 2016 et une troisième doit être diffusée à la mi-janvier.

*EuropeanIssuers* a, de son côté, fait valoir auprès de la Commission les arguments suivants :

1. Les émetteurs souscrivent à l'objectif de lutte, au plan international, contre la corruption et l'évasion fiscale, mais considèrent que cet objectif peut être atteint par la seule communication d'informations aux autorités fiscales et par l'échange automatique d'informations entre autorités fiscales, à l'exclusion de toute communication au public.
2. Aller au-delà des recommandations de l'OCDE et exiger la publication des informations fiscales et comptables aurait non seulement pour effet d'affecter la compétitivité des entreprises européennes (qui subiraient une concurrence déloyale de la part des entreprises des pays tiers, lesquelles ne seraient pas astreintes à une obligation comparable, et auraient en revanche accès aux informations concernant leurs concurrentes européennes), mais encore se traduirait également par des accusations injustifiées contre les émetteurs européens, fondées sur des interprétations erronées de données fiscales particulièrement complexes à analyser.
3. La publication de données fiscales compromettrait en outre la mise en œuvre de l'exigence des échanges d'informations entre autorités fiscales prévue par le projet de directive du 28 janvier 2016, car elle remettrait en question le principe du secret fiscal, qui constitue un principe directeur de la plupart des législations fiscales nationales dans le monde et plus particulièrement au sein de l'UE. Le Secrétaire adjoint au Trésor américain a déclaré le 16 mars 2016 qu'une telle publication remettrait en question l'engagement des Etats-Unis d'appliquer les recommandations de l'OCDE sur l'échange d'informations entre administrations fiscales si certains pays tiers imposaient la publication par pays des informations fiscales et comptables.
4. En tout état de cause, conformément aux engagements pris pour une « meilleure réglementation » (« Better regulation »), la Commission ne devrait pas proposer de nouvelles obligations avant que celles déjà proposées n'aient été mises en œuvre et leur impact évalué.
  - a. La Commission devrait donc attendre que la directive du 25 mai 2016 modifiant la directive 2011/16 en ce qui concerne l'échange automatique et obligatoire d'informations dans le domaine fiscal ait été mise en œuvre pendant une période suffisamment longue pour pouvoir procéder à son évaluation.

b. Par ailleurs, comme le Parlement européen l'a souligné dans son rapport du 16 juin 2015 sur une meilleure réglementation, toute étude d'impact devrait prendre en compte l'évaluation de l'impact de la mesure envisagée sur la compétitivité de l'industrie européenne.

c. Enfin, la récente consultation de la Commission sur la transparence fiscale des entreprises ne peut servir de fondement à une quelconque mesure de publication pays par pays dans la mesure où elle est intervenue à un moment où le régime de communication aux autorités fiscales et d'échange d'informations entre autorités fiscales n'était pas encore en vigueur. Les réponses à la consultation ne se fondaient en conséquence que sur des hypothèses et non sur des faits avérés. Une étude d'impact circonstanciée ne peut dès lors être menée qu'une fois le plan d'action BEPS de l'OCDE appliqué par l'ensemble des pays de l'OCDE et son impact évalué.

---



Journées d'études 2017  
 Jeudi 19 janvier et mardi 24 janvier  
 Jeudi 9 février et mercredi 22 février

Panorama d'actualité juridique, fiscale et européenne

*Fiche IV-2  
 8 mars 2017*

**Directive révisée sur les droits des actionnaires de sociétés cotées**

La Commission européenne a publié le 9 avril 2014 une proposition de directive modifiant la directive 2007/36/CE sur les droits des actionnaires. Cette proposition a suscité des objections de European Issuers sur plusieurs points, en particulier en ce qui concerne le traitement des transactions entre parties liées, le *say on pay* et l'identification des actionnaires.

Le 25 mars 2015, le Conseil a adopté un texte modifiant en profondeur la proposition initiale de la Commission et privilégiant une approche flexible, plus respectueuse de la diversité des législations nationales existantes.

Le 8 juillet 2015, le Parlement européen a adopté en séance plénière ses propres amendements au texte initial de la Commission. Le texte voté par le Parlement tenait compte de l'essentiel des préoccupations des émetteurs sur l'identification des actionnaires, le *say on pay* et les transactions avec les parties liées. Il introduisait toutefois une nouvelle exigence dans une matière qui ne concerne pas en réalité la directive Droits des actionnaires, **celle d'un reporting par pays public (dit CBCR) d'un certain nombre d'informations fiscales et comptables** (résultats avant impôts ; impôts payés ; montant des subventions publiques reçues).

Le retrait, fin 2016, par le groupe parlementaire européen S&D Socialistes et Démocrates de sa proposition d'amendement sur le CBCR a permis de débloquer les discussions en trilogue et les trois institutions européennes sont parvenues à un accord le 7 décembre 2016. Le texte doit encore faire l'objet d'un vote en session plénière du Parlement Européen au printemps 2017 avant d'être formellement adopté. Les États membres disposeront d'un délai maximal de deux ans pour intégrer les nouvelles dispositions dans leur droit national.

L'ESMA devra préparer, dans un délai de 15 mois après l'entrée en vigueur de la directive révisée, des propositions de mesures de niveau 2 relatives d'une part, au format des informations sur l'identité des actionnaires et au délai dans lequel celles-ci devront être communiquées à l'émetteur et d'autre part, à la nature et au format des informations que l'émetteur devra transmettre aux actionnaires pour permettre à ceux-ci d'exercer les droits attachés à leurs titres.

**I.- Identification des actionnaires et confirmation de vote**

---

**Identification des actionnaires**

Le texte final consacre clairement au niveau de l'UE le droit des émetteurs à identifier, de manière discrétionnaire, leurs actionnaires dans les sociétés cotées. Toutefois, le texte contient une clause permettant aux États membres de limiter, dans les sociétés cotées ayant leur siège social sur leur territoire, l'exigence d'identification aux seuls actionnaires dépassant un seuil de détention des actions ou des droits

de vote. Ce seuil ne devra pas excéder 0,5% du capital social ou des droits de vote, ce qui retirera une partie de son intérêt à ce droit pour les émetteurs ayant leur siège social dans les États-membres qui useront de cette faculté...

Il est prévu qu'à la demande de l'émetteur, l'intermédiaire devra communiquer sans retard les informations concernant l'identité des actionnaires. Les informations concernant l'identité des actionnaires ne devraient pas être stockées plus de 12 mois après que la personne concernée a cessé d'être actionnaire.

### **Confirmation de vote**

Aux termes du texte adopté en trilogue, les émetteurs seront tenus de confirmer, si la demande leur est faite par l'actionnaire dans un délai de trois mois, le vote exprimé en AG par cet actionnaire ou en son nom, mais seulement lorsque ce vote a été exprimé par voie électronique.

## **II.- Transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote**

---

Les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs et les conseillers en vote définis à l'article 1(f), 1(g) et 1 (i) du texte final de la directive « Droits des actionnaires » modifiée<sup>1</sup> font l'objet d'un chapitre IB destiné à assurer la transparence de leur politique.

Les **investisseurs institutionnels** et des **gestionnaires d'actifs** seront soumis à une double obligation :

- Ils seront tenus d'élaborer et de publier une politique qui traduit l'engagement des actionnaires dans leurs stratégies d'investissement et décrit la manière dont ils assurent le dialogue et le suivi de l'activité financière et non financière des sociétés, ainsi que la gestion des conflits d'intérêts éventuels; s'ils décident de ne pas élaborer une telle politique ou de ne pas la publier, ils doivent justifier de leur décision en donnant une explication claire et motivée ;
- Ils doivent ensuite rendre publique, sur une base annuelle, la manière dont cette politique a été mise en œuvre et leur vote a été exercé.

Les **investisseurs institutionnels** seront ainsi tenus de rendre publique chaque année la manière dont la stratégie d'investissement en actions est alignée sur le profil et sur la durée de leurs engagements et contribue aux performances de leurs actifs à moyen et long terme. Lorsqu'ils ont recours à un gestionnaire d'actifs, ils devront également rendre publics chaque année les principaux éléments de l'accord conclu avec le gestionnaire, notamment le fait qu'ils incitent ou non le gestionnaire à adapter sa stratégie au profil et à la durée de ses engagements et à prendre des décisions fondées sur les performances de l'entreprise à moyen et long terme. Ils devront également faire état de la méthode et de l'horizon temporel de l'évaluation des performances du gestionnaire d'actifs ainsi que le taux de rotation, ou la fourchette de taux

---

<sup>1</sup> "investisseur institutionnel": une entreprise qui exerce des activités d'assurance vie au sens de l'article 2, paragraphe 1, point (a), et qui n'est pas couverte par l'exclusion prévue à l'article 3 de la directive 2002/83/CE du Parlement européen et du Conseil ou une institution de retraite professionnelle relevant de l'article 2 de la directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil, sauf si un État membre a choisi de ne pas appliquer cette directive, en tout ou partie, à cette institution en vertu de l'article 5 de cette directive;

"gestionnaire d'actifs": une entreprise d'investissement au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 1, de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil qui fournit des services de gestion de portefeuille à des investisseurs institutionnels, un gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (FIA) au sens de l'article 4, paragraphe 1, point b), de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil qui ne remplit pas les conditions d'exemption prévues à l'article 3 de cette directive ou une société de gestion au sens de l'article 2, paragraphe 1, point b), de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil; ou une société d'investissement agréée conformément à la directive 2009/65/CE, pour autant qu'elle n'ait pas confié sa gestion à une société de gestion autorisée par cette directive;

"conseiller en vote": une personne morale qui fournit, sur une base professionnelle, des recommandations aux actionnaires concernant l'exercice de leurs droits de vote;

de rotation, visé pour le portefeuille. Lorsque l'accord avec le gestionnaire d'actifs ne contient aucun de ces éléments, l'investisseur institutionnel explique pourquoi de manière claire et motivée.

Les **gestionnaires d'actifs** devront rendre compte aux investisseurs institutionnels, sur une base annuelle, de leur gestion et de la conformité de celle-ci avec la stratégie d'investissement élaborée. Ils devront faire état de la manière dont la stratégie d'investissement et sa mise en œuvre respectent leur accord et contribuent aux performances à moyen et long terme des actifs de l'investisseur institutionnel. Ils seront tenus de publier chaque année des informations sur la manière dont les décisions d'investissement sont prises, le taux de rotation, la politique de prêts de titres, l'existence réelle ou potentielle de conflits d'intérêts et le recours éventuel à des conseillers en vote.

L'**accroissement de la transparence** incombant aux **conseillers en vote** se traduira par l'obligation de rendre public le code de bonne conduite qu'ils ont adopté et de faire état de la manière dont ils l'appliquent. Lorsqu'ils ne mettent pas en œuvre un tel code ou ne respectent pas les engagements pris en vertu de ce code, ils devront expliquer pourquoi de manière claire et motivée. Ils seront tenus de publier annuellement les principaux éléments de méthode et les sources utilisées, de communiquer sans délai tout conflit d'intérêts réel ou potentiel ou relation commerciale susceptible d'influer sur l'élaboration de la recommandation de vote. Ils devront également faire état des procédures utilisées pour garantir la qualité de la recherche et des recommandations de vote, des principaux éléments de la politique de rémunération qu'ils appliquent, et mentionner l'existence éventuelle d'un dialogue avec les sociétés qui font l'objet de la recherche et/ou des recommandations de vote.

Même si la directive retient ainsi pour les investisseurs institutionnels, gestionnaires d'actifs et conseillers en vote le principe « appliquer ou expliquer », elle conduira à accentuer la pression sur eux pour exercer le droit de vote conformément à une politique affichée, ce qui augmentera aussi la pression qu'ils exercent sur les émetteurs par ce biais.

### **III.- Vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants**

---

Le texte final maintient un dispositif de « say on pay » reposant sur deux votes des actionnaires sur les rémunérations non seulement des dirigeants, mais aussi de tous les administrateurs et membres du conseil de surveillance, contrairement aux souhaits exprimés par l'ANSA. Il introduit néanmoins un certain nombre de flexibilités par rapport à la proposition de la Commission:

#### **Vote ex ante**

Le vote ex ante sur la politique de rémunération a en principe un effet contraignant et les sociétés ne pourront donc accorder de rémunération à leurs dirigeants qu'en conformité avec la politique de rémunération approuvée par l'assemblée générale. Le texte autorise toutefois les États membres à ne donner à ce vote qu'une valeur d'avis. Dans ce cas, les rémunérations accordées devront être conformes à la politique soumise au vote consultatif de l'AG et la société devra, en cas de vote négatif, soumettre une politique révisée à la prochaine AG.

#### **Vote ex post**

L'assemblée générale annuelle doit pouvoir se prononcer par un vote ex post consultatif sur le rapport portant sur la rémunération de l'exercice précédent. Le rapport devra donner une vue d'ensemble complète de la rémunération accordée au cours de l'exercice écoulé, y compris tous les avantages octroyés, quelle que soit leur forme, à chaque administrateur ou dirigeant social. L'exigence de la fixation d'un ratio entre la rémunération moyenne des administrateurs et celle des salariés prévue dans la proposition initiale de la Commission est allégée et se limite à une comparaison entre l'évolution des rémunérations des dirigeants et l'évolution de celles des salariés de la société. Par ailleurs, l'exigence d'un plafonnement de la rémunération des dirigeants et des administrateurs prévue dans la proposition initiale de la Commission a été supprimée.

Obligation sera faite à la société d'expliquer dans le rapport de l'année suivante la façon dont le vote a été pris en compte. Les États-membres pourront, pour les petites capitalisations (moins de 200 millions

d'euros), substituer au vote consultatif un simple débat, à charge pour la société d'expliquer à la prochaine assemblée générale comment elle a pris en compte ce débat.

La directive étant d'harmonisation minimale, les Etats membres pourront adopter sur certains points un dispositif plus rigoureux, à condition de transposer dans leurs législations nationales l'ensemble des exigences du texte européen.

Le schéma du dispositif retenu par la loi Sapin, c'est-à-dire un vote ex ante contraignant et un vote ex post consultatif ou contraignant selon les éléments de rémunération concernés (le versement des éléments variables et exceptionnels étant subordonné à l'approbation de la résolution ex post) pourrait donc être maintenu, bien qu'il aille plus loin que ce que prévoit le texte européen. Le droit français devra toutefois être ajusté en ce qui concerne les informations à présenter aux actionnaires à l'occasion de ces deux votes, notamment la comparaison de l'évolution des rémunérations des dirigeants et des employés, qui n'est pas requise à l'heure actuelle par les textes français.

#### **IV.- Vote des actionnaires sur les transactions avec les parties liées**

---

A la différence de la proposition de directive initialement présentée par la Commission européenne, le texte final devrait permettre de préserver assez largement la procédure des conventions réglementées telle qu'elle est organisée par le code de commerce.

Le texte prévoit que les transactions qu'il qualifie de « significatives » avec les parties liées devront être approuvées par le conseil ou par l'assemblée générale, selon des procédures qui garantissent une protection adéquate des intérêts de la société et des actionnaires et sans qu'une partie liée puisse tirer avantage de sa situation. La référence à la notion de « partie liée » est reprise de la définition de la norme IAS24 qui ne recouvre pas exactement les personnes visées par le dispositif français.

Les États-membres pourront prévoir que l'assemblée générale a le droit de voter sur les transactions avec les parties liées qui ont déjà été approuvées par le conseil (comme en France). Le texte ne fixe pas d'exigence harmonisée de seuils de matérialité pour définir les transactions significative et renvoie aux Etats membres le soin de déterminer les critères délimitant le champ d'application de la procédure (lesquels peuvent notamment tenir compte de la qualité des parties). Le droit français, qui soumet les conventions répondant à certains critères à l'autorisation préalable du conseil puis à l'approbation de l'assemblée générale, devrait donc pouvoir être largement maintenu en l'état.

Le texte maintient l'exigence de l'annonce publique des transactions significatives proposée par la Commission, qui devrait intervenir au plus tard le jour de la conclusion de la transaction. La transposition de la directive imposera sur ce point une modification de la procédure des conventions réglementées, qui ne prévoit pas cette publicité. Les États membres pourront prévoir que cette annonce publique s'accompagne d'un rapport, qui évalue si la transaction est juste et raisonnable du point de vue de la société et des actionnaires ; ce dispositif n'est toutefois qu'optionnel.

Les États membres pourront enfin exempter de ces exigences les transactions intra-groupe conclues entre une société et ses filiales.

---