



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

2017 – II
Juin 2017

n° 17-026

NEWSLETTER - EUROPE

(1) Régulation financière – Union des Marchés de Capitaux

Dans une communication publiée le 8 juin 2017 sur l'examen à mi-parcours de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC), la Commission a rendu compte de l'état d'avancement de la mise en œuvre du plan d'action de 2015 et a précisé le calendrier des mesures restant à adopter. Si les mesures proposées en 2015 restent d'actualité, d'autres obstacles à l'intégration financière sont apparus, qui nécessitent de compléter le plan d'action initial de l'UMC : les conséquences du BREXIT sur la stabilité financière des marchés de capitaux continentaux, la nécessité de renforcer la supervision des marchés financiers et l'apparition de nouvelles technologies financières (*FinTech*).

Au vu de cette communication, *EuropeanIssuers* a publié un communiqué où tout en se félicitant de l'engagement de la Commission à poursuivre la mise en œuvre du plan d'action de 2015, elle regrette que les nouvelles mesures proposées manquent d'ambition et ne soient pas à la mesure des défis à relever.

Pour une analyse détaillée, voir annexe 1.

(2) Fiscalité - CBCR Public

La proposition de directive du 12 avril 2016 sur le CBCR public suscite des divergences au sein des institutions européennes, en ce qui concerne sa base juridique et son contenu, et l'issue des discussions apparaît incertaine.

Au Conseil, la présidence maltaise a présenté le 14 mai 2017 un projet de compromis qui a suscité un certain nombre de réserves de la part de plusieurs Etats-membres.

Au Parlement européen, le consensus en faveur de l'adoption de la proposition de la Commission semble s'effriter. Les commissions JURI et ECON ont certes adopté le 12 juin 2017 le projet de rapport qui leur a été soumis, mais n'ont pas obtenu le mandat qui est habituellement donné pour engager les négociations au sein du trilogue, en raison de l'opposition du groupe ALDE qui a réussi à faire adopter une clause de sauvegarde permettant aux entreprises de ne pas publier certaines informations commercialement sensibles, dans des conditions moins restrictives que celles proposées par les rapporteurs.

Le groupe ALDE a ainsi obtenu gain de cause sur deux points : d'une part, il a pris date (en faisant adopter une clause de sauvegarde dont le contenu pourrait encore être amélioré dans le cadre du trilogue) et, d'autre part, il a empêché l'adoption précipitée d'un texte controversé et a obtenu le report de l'ouverture des négociations au sein du trilogue. Une large majorité du parlement reste cependant favorable à l'adoption de la directive, contrairement aux souhaits des entreprises.

Pour une analyse détaillée, voir annexe 2.

(3) Droits des sociétés – Directive révisée Droits des actionnaires

La directive 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires a été publiée au JOUE du 20 mai 2017 après près de trois ans de discussions¹. Cette directive d'harmonisation minimale doit être transposée par les Etats membres au plus tard le 10 juin 2019.

La directive du 17 mai 2017 ajoute à la directive de 2007 des dispositions relatives :

- à la facilitation de l'exercice de leurs droits par les actionnaires ;
- à la transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote ;
- au vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants ;
- à la transparence et au contrôle des transactions avec les parties liées

En ce qui concerne l'exercice des droits des actionnaires, les dispositions nouvelles de la directive doivent être complétées par des actes d'exécution² que la Commission européenne doit adopter dans les 15 mois de l'entrée en vigueur de la directive. L'enjeu pour les émetteurs est la prise en compte par la Commission dans la préparation des textes de niveau 2 des propositions en matière d'exercices des droits des actionnaires qui avaient été faites par *EuropeanIssuers* dans le cadre des standards sur les documents préparatoires aux AC.

S'agissant du *Say on Pay*, l'enjeu pour les émetteurs est l'alignement éventuel des dispositions en vigueur du droit français sur celles, moins contraignantes, de la directive.

S'agissant des transactions avec les parties liées, le périmètre des transactions avec les parties liées, notion qui est définie par les normes comptables internationales, ne coïncidant pas exactement avec celui des conventions réglementées, des ajustements devraient s'imposer sur ce point. Les mesures de transparence prévues par la directive imposeront d'introduire en droit français l'obligation de rendre publique la transaction à la date de sa conclusion. En revanche, en ce qui concerne le contrôle de la transaction, la procédure des conventions réglementées, qui prévoit une autorisation *a priori* du conseil et une approbation *a posteriori* de l'assemblée, pourrait être maintenue en l'état.

Pour une analyse détaillée, voir annexe 3

¹ La proposition de la Commission européenne, publiée le 9 avril 2014, a suscité des objections de *EuropeanIssuers* 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 texte voté le 8 juillet 2015 par le Parlement européen introduisait toutefois un *reporting* fiscal public pays par pays, ce qui a provoqué un blocage lors des discussions en trilogie. A la suite du retrait de cet amendement, les trois institutions européennes sont parvenues à un accord le 7 décembre 2016.

² S'agissant d'actes d'exécution et non d'actes délégués, la Commission européenne a compétence exclusive pour les adopter, sans que soit imposée une consultation des autres institutions européennes ou de l'ESMA, qui a toutefois publié un rapport en ce qui concerne les procédures d'identification et de transmission d'information en vigueur dans les différents Etats membres. La Commission européenne devrait lancer à l'automne 2017 une consultation sur des projets de mesures de niveau 2. *Europeanissuers* devrait s'engager pour que l'ESMA et la Commission prennent en considération pour l'élaboration des actes délégués les *Market Standards for General Meetings* (ces standards volontaires, élaborés en 2010 sous l'égide d'*Europeanissuers*, concernent tant la transmission d'informations entre émetteurs et actionnaires que la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires).

Annexe 1 – Union des marchés de capitaux

Dans une communication publiée le 8 juin 2017 sur l'examen à mi-parcours de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC), la Commission a rendu compte de l'état d'avancement de la mise en œuvre du plan d'action de 2015 et a précisé le calendrier des mesures restant à adopter. Si les mesures proposées en 2015 restent d'actualité, d'autres obstacles à l'intégration financière sont apparus, qui nécessitent de compléter le plan d'action initial de l'UMC : les conséquences du BREXIT sur la stabilité financière des marchés de capitaux continentaux ; la nécessité de renforcer la supervision des marchés financiers et l'apparition de nouvelles technologies financières (*FinTech*).

Au vu de cette communication, *EuropeanIssuers* a publié un communiqué où tout en se félicitant de l'engagement de la Commission à poursuivre la mise en œuvre du plan d'action de 2015, elle regrette que les nouvelles mesures proposées manquent d'ambition et ne soient pas à la mesure des défis à relever.

I.- Finalisation du plan d'action de 2015

L'examen à mi-parcours rend tout d'abord compte des progrès accomplis dans la mise en œuvre du plan d'action de 2015 et fixe le calendrier des mesures restant à adopter.

A ce jour, la Commission a présenté 20 des 33 mesures annoncées dans le plan d'action de 2015, dont certaines vont dans le sens souhaité par les émetteurs (nouveau règlement Prospectus, proposition de règlement modifiant le règlement EMIR, propositions de directives visant à harmoniser l'assiette fiscale des sociétés multinationales établies au sein de l'UE ; proposition de directive sur les procédures d'insolvabilité).

Les principales mesures déjà adoptées ou proposées concernent les domaines suivants :

Prospectus : le nouveau règlement Prospectus (document qui doit être publié et enregistré auprès du régulateur boursier en cas d'émission sur les marchés) a donné lieu à un accord entre le PE et le Conseil le 7 décembre 2016 et devrait être publié courant juin 2017 pour entrer en application en 2019. La Commission prépare actuellement les projets de mesures de niveau 2, notamment sur le format et le contenu du prospectus pour les marchés de croissance, le document d'enregistrement universel et les émissions secondaires.

EMIR : la Commission européenne a publié le 4 mai 2017 un projet de règlement modifiant le règlement EMIR sur les infrastructures de marché européennes et simplifiant les règles applicables aux transactions sur dérivés de gré à gré. Le projet de règlement maintient, comme les émetteurs en avaient exprimé le souhait, l'exemption pour les contreparties non-financières de l'exigence de compensation centrale des transactions sur dérivés destinées à couvrir leurs risques commerciaux.³

Titrisation simple, transparente et standardisée (STS) : le paquet législatif sur les titrisations⁴ a fait l'objet d'un accord entre le PE et le Conseil le 30 mai 2017.

³ Ainsi, seuls les contrats autres que de couverture des risques commerciaux seront pris en compte aux fins des seuils déclenchant l'obligation de compensation. Mais alors qu'en vertu des règles actuelles, les contreparties non financières doivent compenser tous les dérivés si elles franchissent le seuil de compensation pour une catégorie de dérivés, la Commission propose à présent que les contreparties non financières ne compensent que les catégories d'actifs pour lesquelles elles ont dépassé le seuil de compensation, ce qui réduit la charge qui pèse sur elles, puisque la compensation centrale n'est nécessaire que pour les catégories d'actifs dans lesquelles elles sont le plus actives.

⁴ Projet de règlement du 30.09.2015 sur la création d'un cadre européen les titrisations simples, transparentes et standardisées. Projet de règlement modifiant le règlement 575/2013 sur les exigences prudentielles pour les institutions de crédit et les sociétés d'investissement. COM (2015) 473 final.

Capital-risque : les propositions de la Commission visant à renforcer les marchés du capital-risque et les investissements sociaux (projet de règlement sur les fonds de capital-risque européens - (EuVECA- et projet règlement sur les fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF), ont donné lieu à un accord de principe entre le PE et le Conseil le 30 mai 2017. Ces deux textes devraient notamment faciliter l'investissement dans les petites et moyennes entreprises innovantes.

Harmonisation de l'assiette fiscale des sociétés multinationales : la Commission a présenté le 25 octobre 2016 deux propositions de directives sur l'Assiette Commune pour l'Impôt sur les Sociétés (ACIS) et sur l'Assiette Commune Consolidée pour l'Impôt sur les Sociétés (ACCIS) visant à harmoniser l'assiette fiscale des sociétés multinationales établies au sein de l'UE⁵. L'ACIS devrait offrir aux entreprises des avantages pour le financement par fonds propres qui sont similaires à ceux actuellement disponibles pour le financement par endettement et éliminerait ainsi le biais fiscal en faveur de la dette.

Procédure d'insolvabilité : la Commission a présenté le 22 novembre 2016 une proposition de directive sur les procédures d'insolvabilité qui vise à renforcer la cohérence et l'efficacité des régimes nationaux d'insolvabilité et de restructuration des entreprises par l'adoption de principes communs en matière d'alerte précoce et de règles permettant aux entrepreneurs de bénéficier d'une seconde chance.

Investissements dans les infrastructures: la Commission a proposé en novembre 2016 de modifier la législation régissant les exigences de fonds propres des banques (un projet de règlement et de directive modifiant les exigences de fonds propres résultant de CRR/CRD IV) afin de promouvoir les projets d'infrastructure.

En vue de compléter le plan d'action de 2015, la Commission va publier, d'ici le premier trimestre 2018, trois autres propositions législatives⁶. L'une d'entre, qui concerne l'harmonisation des règles de conflit de lois en matière d'opposabilité aux tiers des cessions de titres et de créances, suscite les plus extrêmes réserves de la part des émetteurs, notamment français, qui considèrent qu'une telle mesure n'est pas nécessaire : les incertitudes relatives à la détermination du propriétaire des titres dans une chaîne de détention transfrontière ne sont en effet pas liées à la diversité des régimes de propriété des titres (qui sont largement convergents au sein de l'UE27), mais à l'importance de la *collatéralisation* des titres. La solution existante, qui consiste à faire relever l'opposabilité de la cession des titres de la loi du lieu de situation du compte-titres (*lex rei sitae*), devrait dès lors continuer à recevoir application.

Par ailleurs, la Commission poursuit la préparation d'un certain nombre de recommandations, conformément aux engagements pris dans le plan d'action initial⁷.

⁵ La proposition de la Commission dissocie les deux piliers sur lesquels s'effectuera l'harmonisation : l'harmonisation de l'assiette imposable à l'impôt sur les sociétés et la consolidation des résultats au niveau du groupe. La première proposition de directive sur l'harmonisation de l'assiette commune devrait être adoptée à brève échéance et s'appliquer rapidement ; la deuxième qui porte sur le mécanisme de consolidation devrait prendre plus de temps. Les sociétés concernées par l'ACCIS sont celles dont le CA consolidé est supérieur à 750 millions €

⁶ - d'ici la fin du mois de juin 2017, proposition législative relative à un produit d'épargne-retraite individuelle paneuropéen.

- au quatrième trimestre de 2017, proposition législative précisant les règles en matière de conflits de lois concernant l'opposabilité des transactions transfrontières sur titres et créances;

- au premier trimestre 2018, proposition législative relative à un cadre de l'UE pour les obligations garanties, instrument essentiel de financement à long terme destiné à aider les banques à financer leur activité de prêt.

⁷ - recommandation relative aux placements privés (s'appuyant sur l'expérience des régimes nationaux qui fonctionnent bien) – au cours du quatrième trimestre 2017; communication sur la feuille de route pour la suppression des obstacles aux infrastructures post-marché (sur la base des recommandations de l'EPTF — le forum européen sur le post-marché) — au quatrième trimestre de 2017; communication sur les marchés des obligations d'entreprises (s'appuyant sur les recommandations du groupe d'experts sur la liquidité des marchés des obligations d'entreprises) – au quatrième trimestre de 2017; code de conduite visant à simplifier les procédures de retenue à la source, en particulier en ce qui concerne les remboursements – d'ici la fin de 2017.

II.- Nouvelles priorités

L'examen à mi-parcours actualise et complète le plan d'action initial par de nouvelles mesures présentées par la Commission comme prioritaires pour répondre à l'évolution des enjeux.

Les nouvelles priorités portent sur une surveillance plus efficace de la part des Autorités Européennes de Supervision (AES), notamment l'Autorité européenne des marchés financiers, un environnement réglementaire plus proportionné qui facilite l'entrée en bourse des PME, la simplification des investissements transfrontières et la mise en place d'écosystèmes de marchés des capitaux dans l'ensemble de l'UE ainsi que l'étude des moyens d'exploiter le pouvoir de transformation que recèle la technologie financière et d'orienter les capitaux privés vers l'investissement durable.

Par ailleurs, la Commission a annoncé le 13 juin 2017 qu'elle proposerait la création d'un nouvel organisme de supervision qui dépendrait de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) afin de surveiller les chambres de compensation, aussi bien européennes que non-européennes. Cet organisme aurait pour mission d'évaluer le risque systémique présenté par les chambres de compensation non-européennes, ce qui comprendra le RU après le BREXIT. La Commission pourrait alors décider de relocaliser au sein de l'UE les chambres faisant peser un risque systémique.

Si le renforcement du rôle des AES est un enjeu important pour accroître la convergence des pratiques de surveillance, les autres propositions traduisent la timidité, sinon l'absence de vision de la Commission sur la nécessité de réorienter l'UMC, compte tenu des défis que l'UE doit relever, par suite notamment du BREXIT, afin de préserver la stabilité et la liquidité des marchés financiers continentaux.

La perspective du retrait du principal marché de capitaux de l'UE devrait se traduire, en l'absence d'action décisive de la part de l'UE, par un accroissement de la fragmentation des marchés et une diminution de la liquidité et de la profondeur de marchés de l'UE27. Dans ce contexte, le projet d'UMC devrait être revu afin de contribuer, d'une part, à accroître la profondeur et la liquidité des marchés de capitaux de l'UE27 et, d'autre part, à renforcer leur intégration, ceux-ci, en dépit des progrès réalisés, opérant encore largement sur une base nationale.

Renforcer la profondeur et la stabilité des marchés

Accroître, en premier lieu, la profondeur des marchés requiert la mise en place d'un cadre permettant une augmentation de la taille et de l'efficacité des marchés de capitaux au sein de l'UE27, tout en préservant l'accès des intervenants aux fournisseurs de liquidité des pays tiers.

La mise en place d'un cadre approprié appelle notamment à l'adoption de régimes « pays tiers » plus stricts que ceux actuellement en vigueur. Les négociations qui s'ouvrent avec le RU devraient s'accompagner de mesures contribuant en priorité au renforcement de la stabilité et de la liquidité des marchés d'Europe continentale.

Intégration plus poussée des marchés de capitaux

Deuxièmement, une plus forte intégration suppose que l'UE, d'une part, renforce l'attrait pour les entreprises des marchés des capitaux et, d'autre part, incite les investisseurs à s'orienter vers ces mêmes marchés.

Réduction des charges administratives et des exigences de reporting

Attirer les entreprises vers les marchés de capitaux implique une réduction significative des charges administratives pesant sur l'ensemble des sociétés cotées et notamment sur les PME et une simplification de l'ensemble des exigences de reporting, tout en assurant la communication aux investisseurs d'une information pertinente.

Les règles imposées aux émetteurs au cours de la décennie écoulée se sont traduites par un accroissement excessif des coûts de mise en conformité et une perte d'attractivité du financement par les marchés de capitaux. Les émetteurs ont ainsi été confrontés à une superposition des exigences de *reporting* et à une mosaïque de rapports dont l'objet et le contenu se chevauchent, sur les états financiers, les informations fiscales et comptables par pays, les informations environnementales et sociales et sur la gouvernance⁸.

Les nouvelles priorités définies dans l'examen à mi-parcours apparaissent de ce point de vue bien timides : la Commission se borne en effet à annoncer une étude d'impact afin de déterminer les améliorations ciblées qui pourraient être apportées à la législation européenne en vue de faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux, alors que l'objectif devrait être de procéder à un réexamen d'ensemble des exigences de *reporting* pesant sur toutes les sociétés cotées, y compris bien sûr les PME.

Promotion du financement à long-terme de l'économie

Renforcer l'attrait des marchés de capitaux pour les investisseurs implique de prendre des mesures pour orienter l'épargne vers le financement à long terme de l'économie. A cet effet, la commission devrait proposer des mesures encourageant les Etats Membres à mettre en œuvre des politiques fiscales favorisant le risque et l'investissement à long terme. Elle devrait également inciter les investisseurs institutionnels à contribuer au financement à long terme des entreprises et proposer d'adapter en conséquence les exigences prudentielles des assurances et des banques (Solvabilité II et CRD IV) et les régimes d'aides publiques existants, ces derniers constituant à l'heure actuelle un frein à l'investissement dans les start-ups.

⁸ À titre d'exemple, le projet de directive sur le *reporting* public de données fiscales et comptables constituerait, s'il était adopté, un véritable défi pour les entreprises et ne pourrait être mise en œuvre que sur une longue période. Les sociétés multinationales devraient alors procéder à la réconciliation entre plusieurs jeux d'états financiers : ceux destinés à être publiés, ceux qui doivent être préparés pour chaque entité juridique, les déclarations fiscales locales dans chaque pays et les états préparés conformément aux modèles de l'OCDE. La plupart des entreprises ne sont pas outillées pour procéder à ce type de réconciliation, dans la mesure où leurs systèmes comptables ne sont pas conçus pour permettre la production d'informations de nature fiscale mais seulement celles exigées par la société mère pour préparer les comptes consolidés. Par ailleurs, la publication de données fiscales confidentielles prévues par le projet de directive donnerait inévitablement lieu à des interprétations erronées et porterait gravement atteinte à la réputation des entreprises.

Annexe 2 - Country by country reporting

Le Conseil constitutionnel a censuré l'article 137 de la loi Sapin 2 qui prévoyait un dispositif de *reporting* public pays par pays imposé aux sociétés dépassant une certaine taille (750M€ de CA annuel), au motif que ces dispositions portaient une « *atteinte disproportionnée à la liberté d'entreprendre* », parce qu'elles sont de « *nature à permettre à l'ensemble des opérateurs qui interviennent sur les marchés où s'exercent ces activités, et en particulier à leurs concurrents, d'identifier les éléments essentiels de leur stratégie industrielle et commerciale* ». Un tel dispositif pourrait toutefois être prochainement adopté au niveau européen, malgré les critiques formulées à son encontre par les représentants des émetteurs, dont *EuropeanIssuers*.

I.- Etat d'avancement des travaux européens

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 2013⁹, 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 derniers, en raison de l'atteinte portée au secret fiscal généralement imposé pour les données en question.

Cette proposition suscite des divergences au sein des institutions européennes, en ce qui concerne sa base juridique et son contenu.

1.- Base juridique

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 qui prévoit un vote à l'unanimité au Conseil, et non, comme l'a proposé la Commission, de l'article 50 du TFUE sur la liberté d'établissement, qui prévoit une décision à la majorité qualifiée au Conseil et la codécision avec le Parlement¹⁰.

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, ce qui est improbable. La seule possibilité que la proposition soit rejetée est qu'une minorité de blocage s'oppose, au Conseil, à l'adoption du texte. La présidence maltaise n'a toutefois pas voulu tester l'existence éventuelle de cette minorité de blocage et il est vraisemblable que la présidence estonienne pendant le deuxième

⁹ Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels et consolidés.

¹⁰ 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.

semestre 2017 ne l'envisage pas avant le résultat des élections allemandes fin septembre. La position de l'Allemagne, qui est restée jusqu'à présent ambiguë, sera en effet un élément clé dans la constitution éventuelle d'une minorité de blocage et il semble dès lors probable que la décision du Conseil n'intervienne pas avant le résultat des élections législatives allemandes fin septembre 2017.

Début décembre 2016, la commission JURI du Parlement européen a publié son avis juridique qui soutient le choix de la base juridique proposée par la Commission¹¹.

2.- Contenu

Au Conseil, la présidence maltaise a présenté le 14 mai 2017 un projet de compromis qui a suscité un certain nombre de réserves de la part de plusieurs Etats-membres. .

Au Parlement européen, le consensus en faveur de l'adoption de la proposition de la Commission semble s'effriter et une partie du groupe PPE (droite) et le groupe ALDE (libéraux) s'interrogent désormais non seulement sur l'opportunité du choix de la base juridique choisie par la Commission mais également sur le contenu des propositions faites par les deux co-rapporteurs (tous deux du groupe socialiste et démocrate) désignés par le Parlement.

En termes de contenu, le projet de rapport présenté par les commissions JURI et ECON va au-delà des propositions de la Commission et propose un *reporting* pays par pays même en dehors de l'UE.

En termes de calendrier, les deux co-rapporteurs entendaient accélérer le calendrier de finalisation de la position du PE. Celle-ci aurait dû faire l'objet d'un vote en plénière d'ici l'été 2017 (vote des commissions ECON et JURI sur le projet de rapport du PE modifiant la proposition de la Commission qui serait ensuite entériné par un vote en session plénière), ce qui aurait ouvert la voie aux négociations, dès le mois de juillet, au sein du trilogue entre les trois institutions pour parvenir à un accord sur un texte en des termes identiques.

Il n'est pas sûr que ce calendrier puisse être respecté. En effet, les commissions JURI et ECON ont certes adopté le 12 juin 2017 le projet de rapport qui leur a été soumis, mais n'ont pas obtenu le mandat qui est habituellement donné pour engager les négociations au sein du trilogue, en raison de l'opposition du groupe ALDE, qui a réussi à faire adopter une clause de sauvegarde permettant aux entreprises de ne pas publier certaines informations commercialement sensibles, dans des conditions restrictives mais moins restrictives pour les entreprises que celle prévue par le projet de rapport. Un vote en plénière devrait intervenir en juillet 2017 au cours duquel le groupe S&D devrait s'opposer à l'adoption de la clause de sauvegarde et, le cas échéant, voter en faveur du rejet de l'ensemble du texte, ce qui conduirait à renvoyer l'examen du texte aux commissions ECON et JURI.

Le groupe ALDE a ainsi obtenu gain de cause sur deux points : d'une part, il a pris date (en faisant adopter une clause de sauvegarde dont le contenu pourrait encore être amélioré dans le cadre du trilogue) et d'autre part, il a empêché l'adoption précipitée d'un texte controversé et a obtenu le report de l'ouverture des négociations au sein du trilogue.

II.- Position soutenue 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.

¹¹ Pour le Parlement européen, au motif que 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 ».

Les émetteurs européens se sont généralement opposés très fermement à ce projet. EuropeanIssuers a diffusé trois prises de position, les 1^{er} avril et 12 juillet 2016 et le 20 janvier 2017.

EuropeanIssuers a fait valoir 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 .

On rappellera que le Conseil constitutionnel a considéré, dans une décision rendue le 8 décembre 2016, que les dispositions de la loi Sapin 2 introduisant en France un régime similaire de *reporting* public pays par pays, étaient contraires à la Constitution au motif qu'elles portaient une atteinte disproportionnée à la liberté d'entreprendre. Un tel moyen serait également susceptible de prospérer devant la Cour de Justice de l'UE, dans la mesure où l'article 16 de la Charte européenne des droits fondamentaux contient une disposition analogue garantissant aux entreprises « *la liberté de conduire une activité en conformité avec le droit communautaire et les droits nationaux* ».

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.

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.

Annexe 3 - Directive révisée sur les droits des actionnaires de sociétés cotées

La directive 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires a été publiée au JOUE du 20 mai 2017 après près de trois ans de discussions¹². Cette directive d'harmonisation minimale doit être transposée par les Etats membres au plus tard le 10 juin 2019.

La directive du 17 mai 2017 ajoute à la directive de 2007 des dispositions relatives :

- à la facilitation de l'exercice de leurs droits par les actionnaires ;
- à la transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote ;
- au vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants ;
- à la transparence et au contrôle des transactions avec les parties liées.

I.- Exercice des droits des actionnaires

La directive de 2017 entend faciliter l'exercice de leurs droits par les actionnaires en encourageant la communication directe des émetteurs vers leurs actionnaires et en améliorant la transmission d'informations entre les émetteurs et leurs actionnaires au travers de la chaîne d'intermédiaires financiers. Ce nouveau dispositif s'applique non seulement aux intermédiaires européens, mais également aux intermédiaires qui n'ont ni leur siège social ni leur administration centrale au sein de l'Union européenne dès lors qu'ils fournissent des services aux actionnaires de sociétés qui ont leur siège au sein de l'Union européenne et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un Etat membre¹³.

Les dispositions nouvelles de la directive doivent être complétées par des actes d'exécution¹⁴ que la Commission européenne doit adopter dans les 15 mois de l'entrée en vigueur de la directive.

1.- Identification des actionnaires

La directive révisée octroie aux émetteurs cotés européens le droit d'identifier leurs actionnaires, sous réserve de l'option permettant aux Etats membres de limiter ce droit d'identification aux seuls actionnaires dépassant un seuil de détention au plus égal à 0,5 % du capital ou des droits de vote.

¹² La proposition de la Commission européenne, publiée le 9 avril 2014, a suscité des objections de EuropeanIssuers 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 texte voté le 8 juillet 2015 par le Parlement européen introduisait toutefois un *reporting* fiscal public pays par pays, ce qui a provoqué un blocage lors des discussions en trilogie. A la suite du retrait de cet amendement, les trois institutions européennes sont parvenues à un accord le 7 décembre 2016.

¹³ Art. 3 *sexies*.

¹⁴ S'agissant d'actes d'exécution et non d'actes délégués, la Commission européenne a compétence exclusive pour les adopter, sans que soit imposée une consultation des autres institutions européennes ou de l'ESMA, qui a toutefois publié un rapport en ce qui concerne les procédures d'identification et de transmission d'information en vigueur dans les différents Etats membres. La Commission européenne devrait lancer à l'automne 2017 une consultation sur des projets de mesures de niveau 2. *Europeanissuers* devrait s'engager pour que l'ESMA et la Commission prennent en considération pour l'élaboration des actes délégués les *Market Standards for General Meetings* (ces standards volontaires, élaborés en 2010 sous l'égide d'*Europeanissuers*, concernent tant la transmission d'informations entre émetteurs et actionnaires que la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires).

Ce droit emporte obligation pour les intermédiaires de communiquer sans délai, le cas échéant en remontant la chaîne d'intermédiaires, à l'émetteur qui en fait la demande les informations relatives à l'identité de ses actionnaires¹⁵.

Les données personnelles des actionnaires doivent être traitées de manière à permettre aux émetteurs d'identifier leurs actionnaires actuels en vue de communiquer directement avec eux dans le but de faciliter l'exercice de leurs droits¹⁶. Ces données ne doivent pas être conservées plus de 12 mois après que l'émetteur a appris que la personne concernée avait cessé d'être actionnaire.

Les actes d'exécution de la Commission porteront sur le format de la demande de l'émetteur et des informations à lui transmettre, en ce compris leur sécurité et interopérabilité, ainsi que sur les délais à respecter.

2.- Transmission d'informations

Sauf dans le cas où l'émetteur communique directement avec ses actionnaires, les intermédiaires doivent transmettre sans délai à ces derniers (ou aux tiers désignés par eux), le cas échéant au travers de la chaîne d'intermédiaires, les informations que l'émetteur a l'obligation de leur fournir afin de leur permettre d'exercer leurs droits ou l'indication de l'endroit où elles peuvent être trouvées sur le site de l'émetteur. Les émetteurs ont en conséquence l'obligation de communiquer aux intermédiaires ces informations ou indications.

De la même manière, la directive révisée impose aux intermédiaires de transmettre sans délai aux émetteurs, le cas échéant au travers de la chaîne d'intermédiaires, les instructions reçues des actionnaires en vue de l'exercice de leurs droits.

Les actes d'exécution de la Commission porteront sur les types et formats de l'information à communiquer, en ce compris leur sécurité et interopérabilité, ainsi que sur les délais à respecter.

3.- Facilitation de l'exercice des droits des actionnaires

Les intermédiaires doivent faciliter l'exercice de leurs droits par les actionnaires, ce qui implique au minimum que les intermédiaires fassent le nécessaire pour que l'actionnaire (ou le tiers désigné par ce dernier) soit en mesure d'exercer lui-même ses droits, ou exercent les droits des actionnaires avec l'autorisation, conformément aux instructions et au bénéfice de ces derniers. Les actes d'exécution de la Commission préciseront les types de facilitation d'exercice de leurs droits par les actionnaires que la directive ne détaille pas.

La directive révisée impose également aux Etats membres de prévoir :

- en cas de vote électronique, l'envoi d'une confirmation électronique de la réception de ce vote ;
- sans distinction selon les modalités d'émission du vote, la possibilité pour les actionnaires d'obtenir, au minimum à leur demande, une confirmation que leur vote a été valablement enregistré et pris en compte par la société, à moins que cette information ne soit déjà disponible. Il revient aux Etats membres de définir le délai, qui ne peut excéder 3 mois, pendant lequel l'actionnaire peut réclamer cette confirmation.

Lorsque l'une ou l'autre de ces confirmations est reçue par un intermédiaire, il revient à ce dernier de la transmettre sans délai à l'actionnaire, le cas échéant en remontant la chaîne d'intermédiaires. Les actes d'exécution de la Commission préciseront le format des confirmations, en ce compris leur sécurité et interopérabilité, ainsi que les délais à respecter.

¹⁵ Les Etats membres peuvent en outre prévoir que l'émetteur peut demander au dépositaire central de collecter cette information. Ils peuvent également permettre à l'émetteur d'exiger d'un intermédiaire qu'il lui communique des informations relatives à l'intermédiaire qui lui succède dans la chaîne.

¹⁶ La directive révisée ne prévoit donc pas l'accès aux données personnelles des actionnaires à d'autres personnes que les émetteurs. Le rapport de l'ESMA (point 19) souligne d'ailleurs que la plupart des Etats membres qui prévoient un mécanisme d'identification ne permettent pas l'accès aux résultats obtenus à des personnes autres que l'émetteur.

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

La directive du 17 mai 2017 introduit des mesures de transparence des investisseurs institutionnels¹⁷ et des gestionnaires d'actifs¹⁸ en imposant la publication de leur politique d'engagement et de vote ainsi que des principaux éléments des accords conclus entre investisseurs et gestionnaires. Les agences de conseil en vote¹⁹ seront également contraintes de rendre publiques certaines informations, en particulier sur l'élaboration de leurs recommandations.

1.- Investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs

La directive de 2017 introduit plusieurs mesures inspirées du *Stewardship Code* du *Financial Reporting Council* britannique, notamment en prévoyant que les investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs sont tenus de publier une politique d'engagement et de rendre publique, sur une base annuelle, la manière dont cette politique a été mise en œuvre et dont leur vote a été exercé. Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs peuvent toutefois ne pas respecter une ou plusieurs de ces exigences, mais doivent alors rendre publique une explication claire et motivée.

Les investisseurs institutionnels sont en outre soumis à des obligations supplémentaires et doivent notamment rendre publics les principaux éléments de l'accord éventuellement conclu avec un gestionnaire.

Les gestionnaires d'actifs doivent rendre compte aux investisseurs institutionnels, sur une base annuelle, de la manière dont leur stratégie d'investissement et sa mise en œuvre respectent l'accord conclu et contribuent aux performances à moyen et long terme des actifs. Ils doivent également leur communiquer des informations sur les principaux risques, la rotation du portefeuille, le recours à des agences de conseil en vote...

2.- Agences de conseil en vote

La directive révisée prévoit que les conseillers en vote doivent rendre public le code de bonne conduite qu'ils ont adopté et faire état de son application. Lorsqu'ils ne mettent pas en œuvre un tel code ou lorsqu'ils écartent une des recommandations du code auquel ils se réfèrent, les conseillers en vote doivent fournir une explication claire et motivée.

Les conseillers en vote seront en outre tenus de publier annuellement un certain nombre d'informations, notamment les éléments essentiels des méthodes et modèles appliqués, les principales sources d'information utilisées, les caractéristiques essentielles des politiques de vote, l'existence éventuelle d'un dialogue avec les sociétés qui font l'objet de la recherche et/ou des recommandations de vote, la politique en matière de prévention et de gestion des conflits d'intérêts potentiels... Ils seront également tenus de communiquer sans délai tout conflit d'intérêts réel ou potentiel ou toute relation commerciale susceptible

¹⁷ La directive de 2017 définit l'« investisseur institutionnel » comme 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.

¹⁸ La directive de 2017 définit le « gestionnaire d'actifs » comme 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.

¹⁹ La directive de 2017 définit le « conseiller en vote » comme une personne morale qui fournit, sur une base professionnelle, des recommandations aux actionnaires concernant l'exercice de leurs droits de vote.

d'influer sur la préparation de leurs recherches, de leurs conseils ou de leurs recommandations de vote, ainsi que les mesures prises pour éliminer, limiter ou gérer les conflits d'intérêts.

III.- Vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants

La directive du 17 mai 2017 prévoit un dispositif de *say on pay* reposant sur deux votes des actionnaires : un vote *ex ante* sur la politique de rémunération et un vote *ex post* sur les rémunérations dues ou octroyées au cours de l'exercice précédent. Sont visées les rémunérations des « dirigeants », terme qui englobe, au sens de la directive, non seulement les dirigeants mandataires sociaux, mais également les membres du conseil d'administration ou de surveillance qui n'exercent pas de fonction exécutive.

1.- Vote *ex ante*

Le vote *ex ante* a en principe un effet contraignant, ce qui impose aux sociétés de ne verser de rémunération à leurs dirigeants que conformément à une politique de rémunération approuvée par l'assemblée²⁰. A défaut d'approbation de la politique de rémunération qui est soumise à l'assemblée, la société doit continuer à rémunérer ses dirigeants conformément à la politique précédemment approuvée ou, en l'absence d'une telle politique, conformément aux pratiques existantes. La société doit dans les deux cas soumettre aux actionnaires une politique révisée lors de la prochaine assemblée générale.

La politique de rémunération doit être soumise à l'approbation de l'assemblée lors de chaque modification importante et, en tout état de cause, au moins tous les quatre ans.

La politique de rémunération doit décrire les différentes composantes de la rémunération et présenter des informations pour chacun des éléments de celle-ci. Elle doit également faire apparaître la manière dont les conditions d'emploi et de rémunération des employés ont été prises en compte.

La politique de rémunération, ainsi que la date et le résultat du vote doivent être rendus publics sur le site internet de la société et y être maintenus au moins pendant la période d'application de cette politique.

2.- Vote *ex post*

L'assemblée générale annuelle doit se prononcer par un vote *ex post* consultatif²¹ sur le rapport portant sur la rémunération des « exercices les plus récents », la société ayant l'obligation d'expliquer, dans le rapport suivant, la façon dont ce vote a été pris en compte.

Le rapport doit donner une vue d'ensemble de la rémunération et des avantages octroyés ou dus au cours de l'exercice écoulé. La directive énumère les données qui doivent figurer dans le rapport (ventilation des différentes composantes de la rémunération, nombre d'actions ou d'options octroyées...). 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 a été remplacée par une comparaison entre l'évolution des rémunérations des dirigeants et l'évolution de celles des salariés de la société. La Commission européenne doit adopter des lignes directrices relatives à la présentation standardisée du rapport sur les rémunérations.

²⁰ La directive autorise toutefois les Etats membres à prévoir que le vote n'est que consultatif. Dans ce cas, les rémunérations accordées devront être conformes à la politique soumise au vote consultatif de l'assemblée et la société devra, en cas de vote négatif, soumettre une politique révisée à la prochaine assemblée générale.

Les Etats membres peuvent également permettre aux sociétés, dans des circonstances exceptionnelles et à certaines conditions, de déroger temporairement à la politique de rémunération.

²¹ La directive autorise toutefois les États membres à permettre aux petites capitalisations (moins de 200 millions d'euros) de 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.

Le rapport sur les rémunérations doit être mis en ligne sur le site de la société et y être maintenu pendant une période de dix ans.

Transposition. Les Etats membres ont l'obligation de transposer dans leurs législations nationales l'ensemble des exigences de la directive, mais celle-ci étant d'harmonisation minimale, ils peuvent adopter sur certains points un dispositif plus rigoureux.

Le droit français devra donc être ajusté en ce qui concerne les informations à présenter aux actionnaires à l'occasion des votes *ex ante* et *ex post*, notamment afin d'introduire 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.

Le droit européen étant en revanche moins contraignant que le droit français sur certains aspects du dispositif de *say on pay*, il reviendra au législateur de choisir entre l'alignement sur la directive et le maintien d'un mécanisme national plus rigide. Il en ira ainsi notamment en ce qui concerne le caractère partiellement contraignant du vote *ex post* (le versement des éléments variables et exceptionnels étant subordonné à l'approbation de la résolution *ex post*) et la fréquence annuelle du vote *ex ante*, la loi Sapin 2 étant sur ces deux points plus contraignante que le dispositif européen. La transposition de la directive peut être ainsi l'occasion de revenir sur ces points.

IV.- Transparence et contrôle des transactions avec les parties liées

La directive du 17 mai 2017 encadre les transactions importantes avec les parties liées qu'elle soumet à des mesures de transparence et au contrôle des actionnaires. Si la directive définit la notion de « partie liée » par référence aux normes comptables internationales, il revient en revanche aux Etats membres de déterminer les critères de qualification des transactions « importantes »²². Les transactions conclues aux conditions de marché dans le cadre de l'activité ordinaire de la société ne sont pas soumises au nouveau dispositif, dont les Etats membres peuvent également exempter certaines catégories de transactions, comme les transactions intra-groupe.

Les transactions importantes avec les parties liées doivent être annoncées publiquement au plus tard lors de leur conclusion. Les informations que doit comprendre cette annonce, telles que l'identité de la partie liée ou la valeur de la transaction, peuvent être complétées, si l'Etat membre lève cette option, d'un rapport évaluant le caractère équitable et raisonnable de la transaction.

Les transactions importantes avec les parties liées doivent également 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 empêchent qu'une partie liée puisse tirer avantage de sa situation. Les États-membres peuvent prévoir que l'assemblée générale vote sur les transactions importantes avec les parties liées qui auront été préalablement approuvées par le conseil.

Transposition. Le périmètre des transactions avec les parties liées, notion qui est définie par les normes comptables internationales, ne coïncidant pas exactement avec celui des conventions réglementées, des ajustements devraient s'imposer sur ce point. En revanche, la marge de liberté laissée aux Etats membres dans la caractérisation de l'importance de la transaction devrait permettre de maintenir en l'état le dispositif français.

²² La directive prévoit néanmoins que ces critères doivent tenir compte de l'influence que les informations relatives à la transaction peuvent avoir sur les décisions économiques des actionnaires et des risques que cette transaction crée pour la société et les actionnaires autres que les parties liées.

Les Etats membres doivent soit fixer un ou plusieurs ratios quantitatifs, soit prendre en compte la nature de la transaction et la position de la partie liée.

Des définitions distinctes peuvent être adoptées selon qu'il s'agit d'assurer la transparence des transactions ou le contrôle par les actionnaires. Ces définitions peuvent également être adaptées à la taille de la société.

Les mesures de transparence prévues par la directive imposeront d'introduire en droit français l'obligation de rendre publique la transaction à la date de sa conclusion. En revanche, en ce qui concerne le contrôle de la transaction, la procédure des conventions réglementées, qui prévoit une autorisation *a priori* du conseil et une approbation *a posteriori* de l'assemblée, pourrait être maintenue en l'état. La France ayant insisté lors des négociations pour que la directive permette ce maintien, on peut espérer que le nouveau gouvernement maintiendra cette ligne.
