



# Association Nationale des Sociétés par Actions

39 rue de Prony – 75017 Paris

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

## NEWSLETTER

Septembre 2009

n° 09-042

16.07.09

Rév. 02.10.09

### (1) Crise financière

La Commission a adopté le 27 mai 2009 une communication sur la supervision financière qui reprend les propositions du rapport Larosière et qui devrait revêtir deux formes : supervision macro et micro prudentielle.

- La supervision macro prudentielle devrait donner lieu à la création d'un « Conseil européen des risques systémiques » (« European Systemic Risks Council »), qui centraliserait l'information sur la stabilité financière, évaluerait les risques et émettrait des avertissements précoces. Ce système européen serait dirigé par le président de la Banque centrale européenne (BCE) et composé des gouverneurs des banques centrales de toute l'Union.
- La micro supervision se traduirait par la création de trois autorités indépendantes pour les banques, les compagnies d'assurance et les marchés financiers. L'objectif serait de créer un système européen de superviseurs financiers sous la forme d'un réseau décentralisé, sur le modèle de celui qui a déjà été constitué sous l'égide de la BCE en matière monétaire.

Dans ses commentaires qui ont été transmis à la Commission fin juillet 2009, *EuropeanIssuers* apporte son soutien notamment à la création d'un système européen décentralisé de supervision, étant entendu que celui-ci serait progressivement mis en place à partir des comités de niveau 3 existants (CERVM, etc.) et que l'activité journalière de supervision resterait de la compétence des superviseurs nationaux ( le système de collège européen de superviseurs prévu dans la proposition de la Commission devant être réservé aux entités du secteur financier ayant une dimension transfrontière).

### (2) Standards européens sur les documents préparatoires aux AG

Un groupe de travail présidé par *EuropeanIssuers* et composé de représentants des émetteurs, des intermédiaires financiers et des dépositaires centraux, doit soumettre au CESAME, d'ici la fin 2009, des propositions d'harmonisation des documents préparatoires aux AG. Le mandat du groupe se limite à l'examen des « processus opérationnels » préparatoires à l'AG, à l'exclusion de toute norme faisant déjà l'objet d'une harmonisation dans le cadre de la directive « Droits des actionnaires ». L'objectif de cette harmonisation est de faciliter la participation des actionnaires non-résidents aux AG en levant les obstacles à la libre communication entre l'émetteur et l'actionnaire.

A cet effet, le groupe a sélectionné trois domaines d'intervention prioritaires : (1) l'avis de convocation et de réunion aux AG, (2) la date d'enregistrement et (3) l'avis de participation aux AG. Le champ de l'harmonisation devrait concerner aussi bien le contenu des documents concernés que les canaux et les délais de transmission de l'information de l'émetteur à l'actionnaire.

Le groupe est parvenu à un accord sur plusieurs questions qui préoccupent plus particulièrement l'ANSA : tout d'abord, la neutralité du choix du circuit de diffusion de l'information aussi bien entre l'émetteur et l'actionnaire qu'entre l'actionnaire et l'émetteur, ensuite la détermination de la date d'enregistrement sur la base des positions négociées plutôt que sur celle des positions dénouées. Le régime français est compatible avec la proposition du groupe. Seule en effet la personne propriétaire des titres le jour de l'AG est en France habilitée à participer à l'AG et à prendre part au vote. Or cette habilitation est déterminée sur la base de l'enregistrement comptable à J-3. Cet enregistrement devient irrévocable trois jours plus tard, à J, une fois le dénouement réalisé (à J-1) et le transfert de propriété opéré (à J).

Des divergences subsistent au sein du groupe de travail sur deux questions : d'une part la question du contenu et des destinataires de l'avis de convocation et de réunion ; d'autre part, la question du « proof of entitlement » (preuve de l'habilitation à participer à l'AG), que le teneur de compte devrait transmettre aussi bien à l'actionnaire qu'à l'émetteur (dans ce dernier cas afin que celui-ci puisse s'assurer de l'intégrité du vote en AG), fait encore débat.

S'agissant du contenu et des destinataires de l'avis de convocation et de réunion, les émetteurs insistent sur la communication d'un contenu identique aussi bien aux actionnaires de détail qu'aux investisseurs institutionnels, les intermédiaires souhaitant limiter la communication de l'information au format ISO aux seuls investisseurs institutionnels.

S'agissant de la question du « proof of entitlement », les intermédiaires refusent de s'engager à transmettre cette information à l'émetteur dans l'hypothèse où l'actionnaire n'entend pas exercer son droit de vote. La procédure de validation de l'« Entitlement », telle que proposée par le groupe, fonctionnerait comme suit : le teneur de compte de l'actionnaire valide l'« Entitlement » (habilitation à prendre part à l'AG) au moment de la « Record date » et crée une attestation de participation qu'il transmet à la fois au prochain intermédiaire dans la chaîne jusqu'à l'émetteur et à l'actionnaire, si celui-ci en fait la demande, notamment lorsqu'il souhaite avoir recours à un autre canal de communication.

Dans ce contexte, une nouvelle réunion du groupe de travail a été organisée le 23 septembre 2009 à Bruxelles, qui a eu pour objet de finaliser le texte des standards. À défaut d'accord, EI proposera à la Commission, dans le cadre de la réunion tripartite (Commission, CESAME, Corporate Governance Forum), de reprendre, dans le projet de directive sur les titres intermédiés, l'obligation de transmettre l'information préparatoire aux AG, aussi bien aux investisseurs institutionnels que de détail.

Pour mémoire, la Commission avait déjà accepté, au cours d'une réunion tripartite (Commission, CESAME, Corporate Governance Forum) organisée le 2 juillet dernier, d'inclure les éléments suivants dans le projet de directive sur les titres intermédiés :

- Obligation pour l'intermédiaire de transmettre ("push") l'information standardisée jusqu'à l'investisseur final,
- Consécration du principe selon lequel l'intermédiaire ne peut voter sans instructions,
- Adoption du principe de la création d'une attestation ("proof of entitlement") électronique prouvant l'habilitation/légitimité de l'actionnaire à prendre part à l'AG et à exercer le droit de vote. Celle-ci constituerait un facteur de sécurité juridique pour l'émetteur (Commentaire : la question de savoir si cette attestation électronique sera transmise à l'émetteur indépendamment du fait que l'actionnaire ait ou non l'intention de voter, reste cependant ouverte),
- Possibilité offerte à l'actionnaire de ne pas recourir à la chaîne des intermédiaires pour transmettre ses instructions de vote,

**Suivi** : participation de l'ANSA à la dernière réunion de finalisation des standards, puis lancement de la « gap analysis » au niveau national (analyse des écarts entre les standards proposés et les pratiques et réglementations nationales).

### (3) UNIDROIT

Une nouvelle conférence diplomatique prévue en octobre 2009 à Genève devrait en principe clore les négociations sur le projet de Convention. La Communauté européenne avait obtenu en 2008 le report d'un an de la finalisation du projet de Convention, pour lui permettre, dans un souci de cohérence, de finaliser sa propre position à partir du projet d'harmonisation communautaire sur les titres intermédiés que la Commission envisageait de publier avant la conférence diplomatique d'octobre 2009. Or, compte tenu du retard pris par la préparation du projet de directive sur les titres intermédiés (celui-ci ne serait pas prêt avant septembre 2009, puis ferait l'objet d'une consultation interservices avant d'être adopté par le Collège des Commissaires européens), il est à craindre que la position communautaire ne puisse être définie sur la base du projet de directive.

En tout état de cause, la dernière version du projet de Convention commenté du 3 juillet 2009 soulève toujours, du point de vue des émetteurs, en dépit de certaines améliorations de détail, les mêmes réserves que le projet de 2008.

L'article 8.2 du projet de Convention exclut le droit des sociétés et donc la relation entre l'émetteur et l'actionnaire du champ de la Convention, encore que le libellé soit moins satisfaisant que la version proposée par EI en 2008. L'article 8.2 dispose que « la Convention ne détermine pas la personne que l'émetteur doit reconnaître comme le détenteur des titres ou comme la personne habilitée à recevoir et exercer les droits attachés aux titres ou qu'il doit reconnaître pour toute autre raison ». Le commentaire évoque toutefois explicitement le fait que le droit des sociétés est exclu du champ de la Convention<sup>1</sup>.

D'autres dispositions du projet de Convention demeurent cependant plus ambiguës, voire en contradiction avec le principe d'exclusion du droit des sociétés. Ainsi l'article 9.1(a) qui précise la nature des droits résultant de l'inscription des titres en compte (droit de vote etc.) ouvre la possibilité de l'exercice du droit de vote par les intermédiaires.

L'article 9.1(a) dispose que « le crédit de titres sur un compte titres confère au titulaire du compte :

- (a) le droit de recevoir et d'exercer les droits attachés aux titres, notamment le droit aux dividendes, toute autre forme de distributions et les droits de vote,
  - (i) lorsque le titulaire du compte n'est pas un intermédiaire ou est un intermédiaire agissant pour son propre compte,
  - (ii) dans tout autre cas notamment prévu par la loi non conventionnelle ; »

EI avait proposé en 2008 de préciser d'une part, que ces droits ne pouvaient être exercés que par l'"ultimate account holder" et d'autre part, qu'ils devaient être définis par le droit des sociétés

---

<sup>1</sup> EI avait proposé en 2008 un texte plus explicite : « This Convention does not govern Corporate law matters, including the relationship between the issuing companies and their shareholders, and does not affect in any way the domestic corporate law concerning the establishment, alteration or disposal in whatever form of the position of a shareholder of an issuing company or of any shareholder rights against the latter contained in or evidenced by securities ».

applicable. L'article 9.1(a)(i) semble limiter l'exercice des droits attachés à l'action (notamment le droit au dividende et le droit de vote) au seul propriétaire direct (« lorsque le titulaire du compte n'est pas un intermédiaire ») ou au *trust* (« un intermédiaire agissant pour son propre compte »), qui en général a les droits de disposition, encore que la référence à « l'intermédiaire agissant pour son propre compte » soit ambiguë. Le commentaire confirme toutefois qu'est visé « l'ultimate account holder » qui peut détenir les titres au nom d'autres personnes dans le cadre d'un accord de trust ou d'une relation de fiducie.

L'article 9.1(a)(ii) qui envisage d'autres hypothèses prévues par la loi non conventionnelle, ouvre, en revanche, la possibilité de voir les intermédiaires exercer les droits attachés aux titres. Le terme de loi non conventionnelle est plus large que celui de « loi applicable » notamment en matière de droit des sociétés. Le commentaire sous l'article 1.m du projet de Convention ajoute que la loi non conventionnelle ne concerne pas forcément la loi du for et peut donc entrer en conflit avec celle-ci. Cette situation pourrait conduire à l'application d'une loi autre que la loi sur les sociétés applicable.

Par ailleurs, l'article 9.2 pourrait remettre en cause le principe du nominatif administré: « Sous réserve de dispositions contraires de la présente Convention, ces droits » [notamment les droits de vote relatifs aux titres intermédiés] « sont opposables aux tiers;» Cette rédaction peut donner à penser que seule l'inscription chez l'intermédiaire est opposable, alors que dans le nominatif administré, seule l'inscription chez l'émetteur fait foi. Il conviendrait d'ajouter ici le membre de phrase « et sous réserve des dispositions de la loi non conventionnelle » (sous-entendu : de la loi française).

Enfin l'article 29 du projet de Convention<sup>2</sup>, qui constitue une exception à l'article 8, autorise la détention de titres par une personne agissant en son nom propre pour le compte d'autrui, mais ne soumet pas l'exercice du droit de vote par cet intermédiaire à des conditions de transparence garantissant qu'il n'en sera pas fait un usage abusif. Cette disposition est donc susceptible de remettre en question le principe selon lequel seul le propriétaire des titres ou son représentant, dans ce dernier cas à des conditions de transparence, peut exercer le droit de vote.

Les suggestions d'*EuropeanIssuers* (suppression complète de cet article) et de l'ANSA n'ont pas été reprises. La Commission elle-même s'y était opposée, considérant que le texte actuel, qui renvoie à la loi nationale le soin de déterminer les conditions d'exercice du droit de vote, est suffisant. A défaut d'obtenir, comme le préconise *EuropeanIssuers*, la suppression de cette disposition, une position de repli minimale pourrait consister à ajouter, après les mots « la loi d'un Etat contractant reconnaît ...», les termes : "à des conditions de transparence", pour encadrer l'exercice éventuel du droit de vote par l'intermédiaire dûment habilité.

Les **enjeux** pour les émetteurs : obtenir la dissociation entre la question des droits nés du titre, qui ne devrait pas être couverte par la Convention, et celle des droits sur les titres, qui devrait constituer l'objet exclusif de celle-ci ; préserver le régime du nominatif administré ainsi que le principe selon lequel seul le propriétaire des titres ou son représentant, dans ce dernier cas à des conditions de transparence, peut exercer les droits attachés à l'action et notamment le droit de vote.

---

<sup>2</sup> Article 29.2 : « En particulier, la loi de l'Etat Contractant reconnaît la détention de titres par une personne agissant en son nom propre pour le compte d'une autre personne et doit autoriser cette personne à exercer les droits de vote et autres droits de manière différente en ce qui concerne les différentes parties des titres détenus de la même catégorie ; mais cette Convention ne détermine pas les conditions dans lesquelles cette personne est autorisée à exercer ces droits ».

**Suivi** : EI s'efforcera de mobiliser les principaux Etats membres participant à la négociation en faveur de ces modifications textuelles.

#### **(4) Les « Hedge funds »**

*EuropeanIssuers* (EI) devrait finaliser pour le « Legal Committee » de septembre 2009 une prise de position sur le projet de directive qui serait soumise au Parlement Européen. Avant d'en examiner les termes, il convient de rappeler les principaux éléments du projet de la Commission.

#### **Champ d'application**

En vertu du projet de directive, seraient soumis à autorisation et à un régime de transparence renforcé les gestionnaires des fonds communs de placement qui ne seraient pas soumis à agrément au titre de la directive OPCVM. Seraient exclus du champ d'application de la directive les gestionnaires dont les actifs seraient inférieurs à 100 millions € ou à moins de 500 millions € pour les gestionnaires ne recourant pas au levier et qui n'accorderaient pas de remboursement pendant une période de 5 ans.

Seuls les gestionnaires, et non l'activité de ces fonds communs de placement, seraient soumis aux exigences de la directive.

#### **Conditions de l'agrément**

Les gestionnaires de fonds seront tenus de fournir des informations détaillées sur l'activité envisagée, les caractéristiques des fonds gérés, leur gouvernance, les dispositions pour l'évaluation et la garde des actifs. Ils seront également tenus de prouver à l'autorité de contrôle qu'ils possèdent des mécanismes de gestion des risques adaptés, en particulier les risques de liquidité et les risques opérationnels et de contrepartie liés à la vente à découvert.

#### **Communication d'informations aux autorités de supervision**

Les gestionnaires seront tenus de communiquer à l'autorité compétente des informations sur les principaux marchés où ils sont actifs, leurs principales expositions, leurs performances et les concentrations de risques, l'identité des fonds gérés, les actifs dans lesquels ces fonds investiront ainsi que les mécanismes de gestion des risques mis en place.

#### **Exigences spécifiques aux gestionnaires de fonds à effet de levier**

Les gestionnaires recourant systématiquement à un levier au delà d'un certain seuil devront faire connaître aux autorités de leur pays d'origine le levier agrégé.

#### **Passeport européen**

Un gestionnaire agréé dans un Etat membre sera habilité à commercialiser son fonds auprès des investisseurs professionnels, au sens de la directive MIF, établis dans d'autres Etats membres. La commercialisation transfrontière sera simplement subordonnée à une exigence de notification à l'Etat membre d'accueil.

#### **Pays tiers**

La directive prévoit que trois ans après la période de transposition, les gestionnaires établis dans des pays tiers pourront commercialiser leurs fonds au sein de l'UE, à condition que le cadre

réglementaire soit équivalent à celui de la directive proposée et que l'accès au marché tiers soit comparable.

### **Coopération en matière de supervision**

Les autorités de supervision devront procéder à l'échange de données macro prudentielles, sous forme agrégée. En cas de litige, le CERVM assurera une médiation.

### **Projet de commentaires d'EI**

Un premier projet de commentaires a été préparé par le Deutsches Aktieninstitut, auquel l'ANSA peut parfaitement souscrire. Celui-ci souligne les insuffisances du projet de directive tant du point de vue de son champ d'application, des exigences de transparence envisagées que du fonctionnement du passeport européen.

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

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

Enfin, l'une des faiblesses fondamentales du projet réside dans l'approche de la reconnaissance mutuelle et la consécration du principe de l'Etat membre d'origine qui favorisera la fuite de ces fonds vers l'Etat membre le moins-disant. En l'absence d'une autorité de supervision véritablement européenne (celle-ci a fait entretemps l'objet d'une proposition distincte de la part de la Commission, voir paragraphe 1 ci-dessus), la coopération entre autorités nationales sera, selon toute vraisemblance insuffisante.

**Suivi** : finalisation du projet de commentaires au prochain Legal Committee d'*European Issuers* et transmission au PE (ECON, etc.).

### **(5) Directive MIF**

La Commission doit présenter début 2010, conformément aux clauses de rendez-vous prévues par la directive, des propositions de modification éventuelles de la directive MIF. Le CESR a engagé à cet effet, fin 2008 et début 2009, une série de consultations sur les aspects suivants : déclaration des transactions au régulateur, extension du champ d'application de la directive à des instruments financiers autres que les actions, fonctionnement du marché secondaire des titres, pratique du « short selling ».

S'appuyant sur le résultat de ces consultations, le CESR a publié deux rapports, le premier (10 juillet 2009) préconisant l'extension du champ de la directive aux obligations, le second (10 juin 2009) soulignant les distorsions résultant de la mise en oeuvre de la directive. Si celle-ci s'est traduite par un accroissement de la concurrence et par une réduction des coûts de transaction

(« trading fees »), cette réduction n'a pas été répercutée sur les investisseurs finaux. Le rapport souligne par ailleurs la fragmentation des données de marché qui, si elle persistait, serait de nature à remettre en question les objectifs de la directive.

La Commission attend de son côté les résultats d'une autre consultation qui s'est clôturée le 31 août 2009, avant de finaliser ses propositions de révision de la directive MIF. Cette consultation porte sur l'extension éventuelle des exigences de transparence pré négociation aux produits dérivés négociés de gré à gré (les transactions de gré à gré, s'effectuant par hypothèse en dehors des marchés organisés, sont en principe exclues du champ des exigences de transparence pré négociation prévues par la directive). La Commission envisagerait de proposer l'adoption des mesures suivantes : utilisation de contrats standardisés, confirmation électronique des transactions, mise en place de bases de données centralisées, canalisation de transactions standardisées vers les marchés organisés qui sont soumis aux exigences de transparence pré négociation.

Le rapport du CESR sur le fonctionnement du marché secondaire des titres confirme un certain nombre de préoccupations déjà exprimées par *EuropeanIssuers* dans le passé, notamment à propos de la mise en concurrence effective des différentes plateformes de négociation, de la coopération entre autorités de supervision au cas de cotations multiples, du risque de fragmentation des marchés et de la liquidité, du champ d'application des exigences de transparence. *EuropeanIssuers* avait notamment souligné, à l'occasion de la consultation de janvier 2009 sur le fonctionnement du marché secondaire des titres, que si le nouveau régime de transparence avait, dans une certaine mesure, contribué à réduire le risque de fragmentation, il devait néanmoins se traduire par un accroissement des coûts pour les intermédiaires, au détriment des investisseurs finaux.

Dans ce contexte, il conviendrait de considérer, à l'instar de ce qui se passe sur le marché nord-américain, la possibilité d'instaurer une « règle de priorité » en vertu de laquelle les PSI rechercheraient en priorité la satisfaction de l'exigence de meilleure exécution sur les marchés réglementés, avant de prendre en compte les plateformes alternatives de négociation. Sans pour autant conduire à un rétablissement de la règle de concentration des ordres, ce principe permettrait de donner toute son efficacité à l'application du principe de meilleure exécution.

**Suivi** : préparation par EI d'une prise de position actualisée.

-----