

Spécial Conférence n°43

Conférence du 18 décembre 2018

AFTI
La dynamique du post-marché

Directive « droits des actionnaires » (SRD II) : enjeux pour le post-marché

En partenariat avec  FÉDÉRATION
BANCAIRE
FRANÇAISE

1

Éditorial

Dominique De Wit, Secrétaire général,
Crédit Agricole Titres, Vice-Président, AFTI

3

SRD II : plus que 20 mois... peut-être moins

Pierre Colladon, Chargé d'affaires Stratégiques,
Société Générale Securities Services
Membre du Corporate Governance Technical
Expert Group (CG Tech)

7

Table ronde 1 animée par

Thibaut de Lajudie, Associé Ailancy
Isabelle Trémeau, Secrétaire Générale, ANSA
Hélène Jeanpierre, Corporate Trust
Operations Global COO, BNP Paribas
Securities Services
Mathieu Mitevov, Head of Product
Management Europe, Euroclear
Pierre Colladon, Chargé d'Affaires Stratégiques,
Société Générale Securities Services
Mourad Khirat, Responsable Relations de
Place et veille réglementaire, Natixis Eurotitres

12

Table ronde 2 animée par

Lionel Barthélémy,
Directeur Général Délégué, CACEIS Corporate
Dan Toledano, Product Manager, Euroclear France
Thibaud de Maintenant, CEO, Liquidshare
Philippe Cognet, CEO, SLIB
Pierre Davoust, CEO France, SETL

14

Questions de la salle

16

Conclusion

Florian Denis, directeur de la division
« Régulation des émetteurs » au sein de la
direction de la Régulation et des Affaires
internationales, AMF

Éditorial

Dominique De Wit,
Secrétaire général, **Crédit Agricole Titres**
Vice-Président, **AFTI**

Cette directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 renforçant l'engagement des actionnaires dans les grandes entreprises européennes a été publiée au Journal Officiel de l'Union Européenne du 20 mai 2017. Elle favorise un engagement transparent et actif des actionnaires des sociétés cotées, qui implique le réexamen et la modification de la directive droit des actionnaires (2007/36/CE), auparavant en vigueur, et de la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise.

La nouvelle directive fixe des enjeux spécifiques afin de susciter l'engagement des actionnaires sur le long terme et de renforcer la transparence. Ces exigences s'appliquent dans les domaines suivants (*ceux développés dans cet Amphi AFTI figurent en gras*) :

- La rémunération des administrateurs ;
- **L'identification des actionnaires ;**
- **La facilitation de l'exercice des droits des actionnaires ;**
- **La transmission des informations ;**
- La transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote ;
- Et la transaction avec les parties liées (pas de captation du résultat du patrimoine de l'entreprise par des accords avec tous les tiers, quels qu'ils soient).

Parmi les 57 considérants de cette directive, quelques-uns montrent la dimension politique du sujet :

(2) Le législateur considère que la crise financière a révélé, dans de nombreux cas, que les actionnaires soutenaient inconsciemment une prise de risque à court terme excessive par des gestionnaires.

Directive « droits des actionnaires » (SRD II) : enjeux pour le post-marché

(3) La communication du 12/12/2012 sur le « Plan d'action sur le droit européen des sociétés et la gouvernance d'entreprise » vise « un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure visibilité des entreprises ».

(4) Les actions des sociétés cotées sont souvent détenues au travers de chaînes d'intermédiaires complexes, ce qui complique l'exercice des droits des actionnaires et peut constituer un obstacle à l'engagement des actionnaires.

(8) L'exercice effectif des droits des actionnaires dépend en grande partie de l'efficacité de la chaîne d'intermédiaires qui tiennent les comptes titres pour le compte des actionnaires ou d'autres personnes, en particulier dans un contexte frontalier.

(14) La directive souhaite également une plus grande implication des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise. Celle-ci est un des leviers pouvant contribuer à améliorer les performances tant financières que non financières des sociétés, notamment en ce qui concerne les facteurs environnementaux, sociaux, et de gouvernance devant être pris en compte.

(17) Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs devraient faire preuve de plus de transparence en ce qui concerne leur approche en matière d'engagement des actionnaires.

Transposition en droit français

Les États membres doivent mettre en œuvre les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se renforcer au plus tard le 10 juin 2019. Parmi les mesures de niveau 2, le règlement d'exécution 2018/1212 a été publié le 3 septembre 2018. Il concerne l'identification des actionnaires, la transmission des informations et la facilitation de l'exercice de leurs droits par les actionnaires. Ce règlement établit des formats normalisés dans la présentation des informations que les intermédiaires doivent transmettre : aux émetteurs dans le cadre de la procédure d'identification des actionnaires, aux actionnaires à l'occasion de la convocation

aux assemblées, et aux émetteurs ou aux actionnaires s'agissant de la confirmation des droits des actionnaires dans le cadre de l'assemblée. Il fixe les informations minimales à faire figurer dans les différentes confirmations de vote et définit les principes et les délais à respecter lors de la transmission d'informations sur les événements d'entreprises et les décisions des actionnaires. Le règlement d'exécution reprend les standards volontaires adoptés par les *European Issuers* le 9 septembre 2010 et ceux du *Joint Working Group on General Meetings*. Il est applicable au plus tard à partir du 3 septembre 2020 (un délai de transposition supplémentaire a été accordé pour les dispositions qui font l'objet de normes de niveau 2, lesquelles doivent être transposées dans les deux ans de la publication du règlement d'exécution). Un texte « national » est attendu pour la transposition en droit français de la directive SRD II. Cette transposition s'effectuera partiellement via la loi PACTE, des dispositions prévoyant d'habiliter le gouvernement à la finaliser à l'aide d'une ordonnance et d'un décret.

Des mesures de niveau 3 visent la préparation des lignes directrices en matière de rémunération : la directive prévoit un vote *ex ante* sur la politique de rémunération des dirigeants et un vote *ex post* sur le rapport sur les rémunérations octroyées ou dues à ces mêmes dirigeants au titre de l'exercice précédent, deux sujets très importants dans le contexte actuel. Afin d'assurer l'harmonisation des pratiques, la Commission européenne est chargée d'adopter les lignes directrices pour proposer une présentation standardisée des informations dues au titre du rapport sur les rémunérations. Les mesures doivent être adoptées à la fin du 1er semestre 2019.

En résumé, la « SRD II » impose aux teneurs de comptes conservateurs (TCC) de mettre à disposition de leurs clients un « outil » ou une infrastructure permettant aux actionnaires de recevoir l'information et d'ex-

primer leurs droits et leurs votes.

Les émetteurs, de leur côté, ont l'obligation de mettre à la disposition des intermédiaires une information formatée et transmissible (« en STP ») par un système informatique (« Électronique »).

Notre environnement change donc de dimension, avec des enjeux de démocratie actionnariale et d'image. Ce sujet s'inscrit aussi dans le cadre des ambitions digitales de nos établissements.

La Place de Paris a des atouts spécifiques

Par rapport à d'autres pays européens, la Place de Paris bénéficie de deux outils qui aideront ses acteurs à respecter l'échéance du 3 septembre 2020 : le service « VOTACCESS » et le TPI (titre au porteur identifiable), avec l'initiative « Transparence » d'Euroclear, soutenue par l'ANSA et l'AFTI. S'agissant de VOTACCESS, particulièrement pour les banques *retail* et privées (hormis les pays où tous les détenteurs et leurs positions sont connus du dépositaire central), cette initiative commune a été prise il y a 8 ans par le conseil d'administration de l'AFTI afin d'anticiper SRD II, que nous pensions voir publiée plus rapidement. Ce service va donc dans le sens de l'histoire, même s'il reste à perfectionner.

Même si ce n'est pas le plus grand projet que nous ayons à affronter, nous avons l'expérience de travailler collectivement avec, dans le cas présent, des acteurs qui peuvent être en « compétition », mais qui, je n'en doute pas, seront capables de coopérer pour faire face aux fortes contraintes économiques et financières : il nous faut rationaliser et maîtriser nos coûts opérationnels en la matière. ■

SRD II : plus que 20 mois... peut-être moins

Pierre Colladon,

Chargé d'affaires Stratégiques, **Société Générale Securities Services**

Membre du **Corporate Governance Technical Expert Group (CG Tech)**

La portée du texte

Sur le plan géographique, le texte s'applique à toutes les entités situées dans l'Espace économique européen (EEE), c'est-à-dire les pays de l'Union européenne auxquels s'ajoutent les pays membres de l'Association européenne de libre-échange - AELE (l'Islande, la Norvège et le Liechtenstein). La Suisse ayant refusé d'intégrer l'EEE a, de

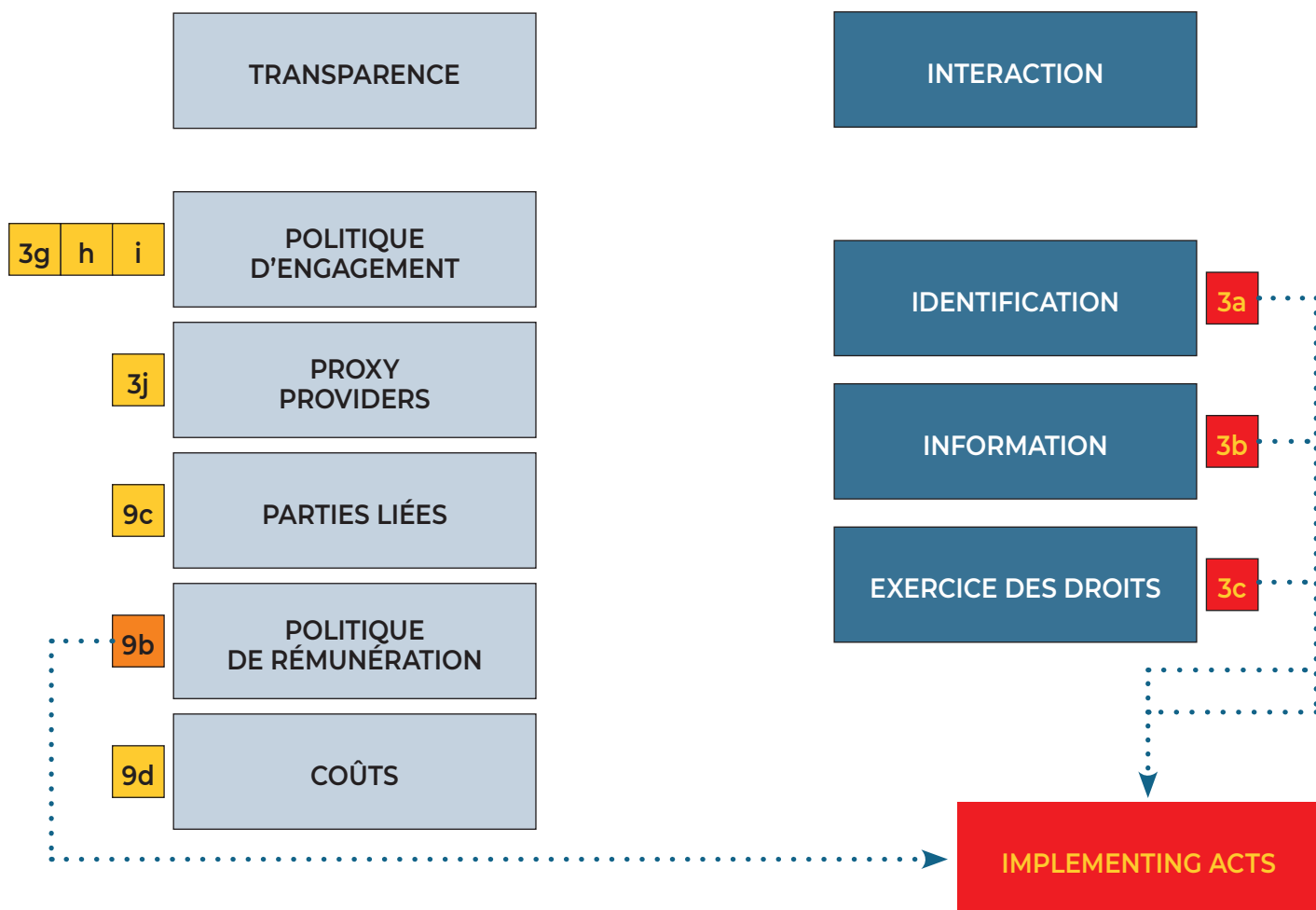
fait, une approche nationale des directives et règlements européens, et il n'est pas sûr qu'elle accepte d'appliquer la SRD II, que ce soit pour tout ou partie.

Les dispositions de la directive s'appliquent – où que vous soyez dans le monde – en cas de détention d'avoirs en actions d'un émetteur coté sur un marché réglementé dont le siège est situé dans un État membre (effets extraterritoriaux).

Les sanctions, elles, sont définies par le droit du pays de l'émetteur.

Quels sont les thèmes concernant l'industrie des titres ?

Ces thèmes peuvent être synthétisés sous deux angles : la transparence et l'interaction avec l'actionnaire, comme le montre le schéma ci-dessous.



Directive « droits des actionnaires » (SRD II) : enjeux pour le post-marché

SRD II : plus que 20 mois... peut-être moins

On retrouve sous le thème de la transparence tous les éléments déjà précisés en introduction et dont certains sont mis en exergue ici. L'un deux (9b, politique de rémunération) ne nous concerne pas en tant qu'intermédiaires, mais fait partie des actes de mise en œuvre puisqu'il est nécessaire de mettre en place un guide sur le rapport lié à la rémunération. Ce guide, sous forme de recommandations, est attendu car il est important pour les émetteurs. La relation avec l'actionnaire implique une transparence des coûts, sujet qui sera abordé plus loin.

Un calendrier en deux temps

Schéma ci-dessous

Le premier temps comprend les aspects liés à la transparence. La transposition dans notre droit national doit intervenir avant le 10 juin 2019 (soit 174 jours).

Le deuxième temps de ces actes réglementaires, l'interaction, a pour échéance le 3 septembre 2020 (soit 625 jours) : il sera nécessaire d'être en conformité avec ces éléments réglementaires avant cette date, sachant qu'il s'agit de minima requis (chaque pays pouvant décider d'aller plus loin ou plus vite).

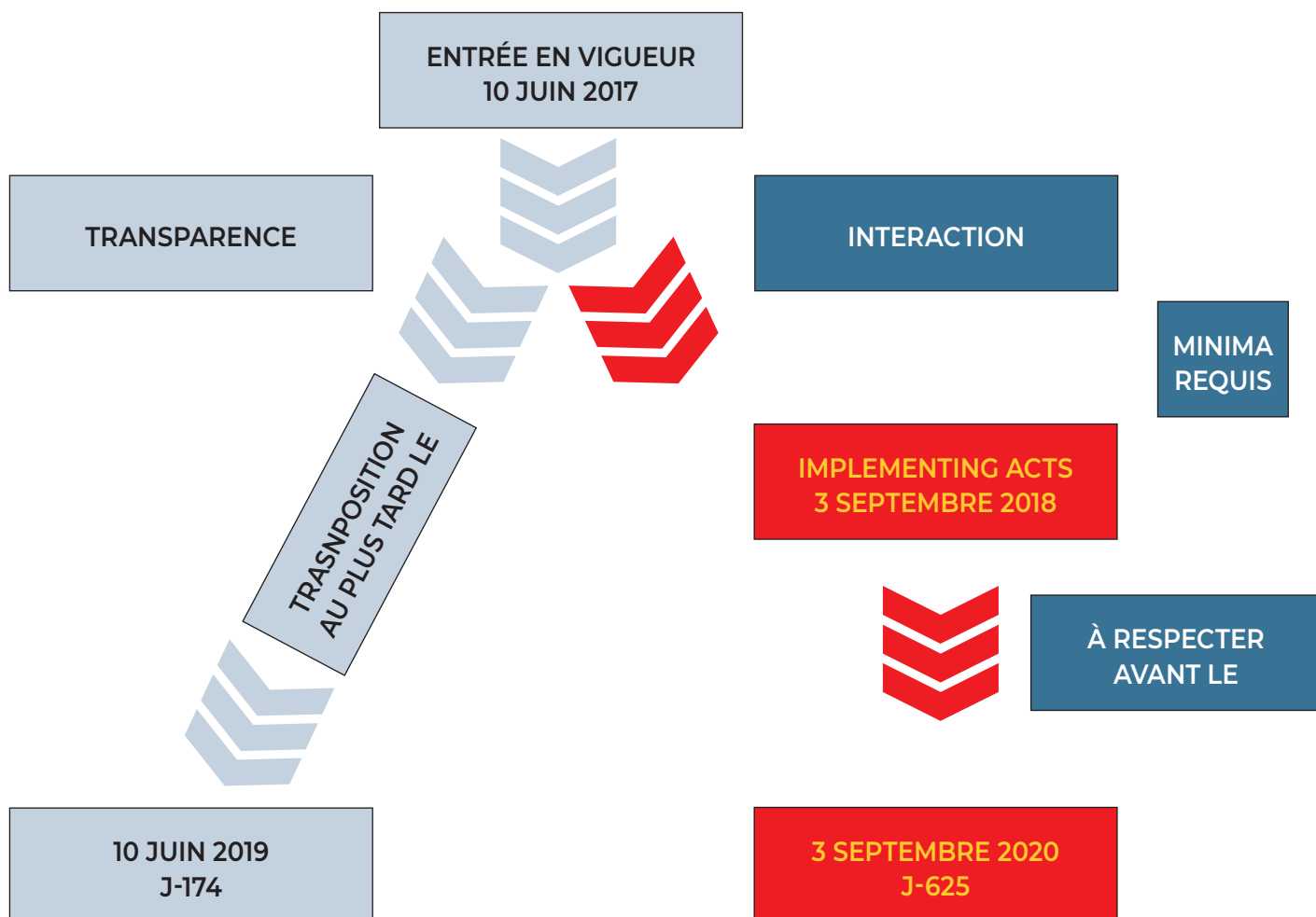
Les points d'attention transversaux

Le premier point relève de la transparence des coûts et est donc sujet à la transposition programmée pour le 10 juin 2019. Il devient

nécessaire de publier les coûts par service fourni. Ceux-ci doivent être proportionnés, justifiés et non discriminatoires. Les dispositions de la directive permettent à un État qui le souhaite d'imposer la gratuité sur les services liés aux émetteurs.

Le délai est un point important des éléments réglementaires et concerne l'échéance du 3 septembre 2020. L'objectif est d'informer les actionnaires le plus vite possible, avec pour principe une annonce le jour même sur tous les éléments liés à l'exercice des droits de l'actionnaire (ceci concerne les opérations sur titres – OST – et les assemblées).

Concrètement, un dépositaire (*custodian*) recevant une information liée à l'exercice du droit des actionnaires avant 16h doit



Directive « droits des actionnaires » (SRD II) : enjeux pour le post-marché

SRD II : plus que 20 mois... peut-être moins

la transmettre le jour même à son client ou à l'intermédiaire placé derrière lui dans la chaîne de transmission (ce délai est reporté au lendemain 10h pour une information reçue après 16h). Ceci nécessite une approche différente de la transmission de l'information que chaque établissement devra définir.

En termes de réponse aux OST, le principe de respect des « *deadlines* » est mis en place. Il sera nécessaire de donner un délai de réponse à l'investisseur pour qu'il puisse se décider le cas échéant. Ce délai est au minimum de 3 jours.

Ces obligations nécessitent en aval des obligations en termes de format afin de pouvoir dématérialiser l'ensemble de ces transmissions de données. Le texte définit un certain nombre de tables qui permettent de définir les données minima nécessaires, de les décrire sous un format comparable par l'industrie, généralement de type ISO. Un autre aspect intervient relatif à la transmission en deux langues : le pays de l'émetteur exige dans certains cas l'usage de la langue locale mais, en présence d'un actionnariat international, l'anglais est généralement imposé. Cet aspect soulève des difficultés. Par exemple, si un investisseur *retail* allemand reçoit une notice en anglais, pourra-t-il la lire ?

L'émetteur à l'origine de l'information devra la mettre à disposition dans un format intégrable par le système, potentiellement au format ISO 20 022, ISO 15 022 ou équivalent. L'émetteur – dans le texte de la directive –

peut être l'émetteur lui-même ou l'agent de l'émetteur. Ici encore, il y a un impact sur la relation entre l'émetteur et son agent peut exister. Plus loin dans la chaîne, c'est le rôle des intermédiaires d'échanger des informations entre eux – des formats de type industriels sont imposés du fait de la contrainte des délais et des réponses. L'industrie sera contrainte, si elle ne l'a déjà fait, d'utiliser ces formats de type ISO. Pour atteindre l'investisseur, le dernier maillon de la chaîne, la directive prévoit simplement de mettre en place des outils ou infrastructures permettant de rendre compréhensible et accessible l'information. Différentes formes peuvent être retenues : l'usage d'un *proxy collector* pour les relations avec les investisseurs institutionnels ou de la plateforme VOTACCESS, par exemple, pour les assemblées générales (en France).

La même approche doit être envisagée pour les OST. Le texte a une approche électronique de l'échange d'information. L'échange postal sort du cadre technique de ce texte. Il est nécessaire de disposer d'un cadre de sécurité : il n'est pas question d'échanger de l'information avec n'importe qui. L'émetteur et les intermédiaires doivent mettre en place les « mesures appropriées » pour que les échanges soient sécurisés et, au-delà, les intermédiaires doivent contrôler l'origine des demandes, notamment en matière d'identification de l'actionnaire. Ceci s'avère impossible sans une infrastructure adaptée. En France, l'initiative transparence a sur ce point un avantage : Euroclear

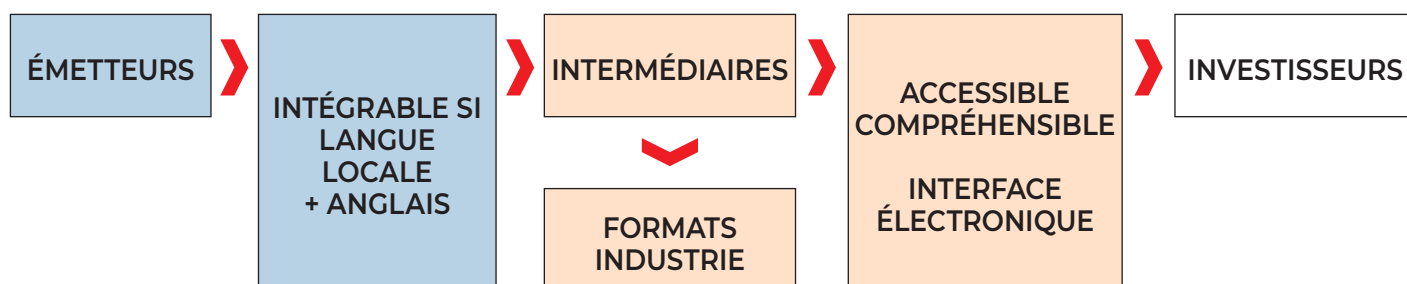
aura vérifié auparavant que l'émetteur est le bon demandeur pour l'identification de ces actionnaires.

La chaîne de transmission de l'information (schéma ci-dessous)

Les points d'attention particuliers

Il existe deux points essentiels sur lesquels il convient de porter attention. Le premier concerne le point relatif à l'identification de l'actionnaire. Sur le principe, la demande d'identification de l'actionnaire est traitée comme une « quasi » OST, avec une notion de *record date* (date de photographie) en position dénouée demandée à l'intermédiaire. Il est possible d'avoir des seuils minimaux exprimés en quantité de titres, comme le font les Néerlandais, dans les 6 mois qui précèdent une assemblée générale. En France, nous n'avons jamais eu cette approche. Nous sommes dans un schéma du « tout ou rien » beaucoup plus simple qu'une approche partielle.

Le second point d'attention est lié aux réponses à cette demande d'identification, qui doit être faite à l'*addressee*, c'est-à-dire la tierce personne désignée par l'émetteur pour la collecter, selon deux circuits. Un circuit passerait par la chaîne d'intermédiaires (je réponds à celui qui m'a posé la question sur mon identification ou sur l'identification de mes clients) ou un autre qui permettrait à chaque intermédiaire de répondre directement à l'*addressee*. Le seul souci tient aux délais très contraints : en principe dans les



SRD II : plus que 20 mois... peut-être moins

24h suivant la date de photographie. Et si cette date de photographie est antérieure à la date à laquelle vous recevez la demande, vous devez répondre le lendemain de toute façon ; si elle est antérieure à 7 jours, le texte le prévoit : vous n'êtes plus dans un format dit STP automatisable, donc hors délai. Le texte précise que l'on peut recourir à un dépositaire central (dans son niveau 1 notamment).

Un autre point d'attention est l'information de l'actionnaire en vue de l'exercice de ses droits. Dorénavant, une assemblée générale est une « OST particulière » : ce n'est plus un service optionnel et ceci change les relations contractuelles éventuelles avec les prestataires qui nous permettent de répondre à ces demandes.

Dans ce cadre, figurent des notions telles que celle de l'*entitlement*, c'est-à-dire une notion de position dénouée, non seulement au niveau du dépositaire central qui a la vue globale, mais aussi dans les livres de l'intermédiaire et donc des obligations de réconciliation de positions tout au long de la chaîne, afin de s'assurer que ces positions sont correctes. Le dernier intermédiaire, le plus proche de l'investisseur, doit valider et contrôler cette position lorsque la personne se rend à l'assemblée générale – responsabilité plus ou moins assumée aujourd'hui, mais ici clairement mentionnée par le texte. Un autre sujet important est relatif à la confirmation non seulement de la transmission des votes, mais surtout de la confirmation de leur bon traitement et de leur bonne réception ainsi que le respect des dates limites et la notion de 3 jours minimum de délai de réponse, notamment sur les OST : on retrouve les problématiques de format déjà évoquées et de sécurité.

Quel dispositif de Place (sur le volet Post-Marché) ?

Un dispositif de coordination de la mise en œuvre de ces dispositions se met en place, tout d'abord au niveau européen, où un fort risque de divergences locales est constaté, et doit donc être pris en compte. Un alignement sera nécessaire puisque le règlement s'impose aux États membres. Certaines autorités ont tendance à vouloir faire du *gold plating* (sur réglementation) ou à contredire le texte. Des travaux sont donc nécessaires au niveau des associations européennes telles que la FBE (Fédération Bancaire Européenne), l'AFME (Association for Financial Markets in Europe), l'ECSDA (European Central Securities Depositories Association), etc., et au niveau du European MIG (en charge de la mise en œuvre des standards européens volontaires de l'industrie en matière d'OST et d'assemblées, qui ont inspiré la SRD).

En termes de messagerie, il existe déjà une *task force* au niveau du *Securities Market Practice Group* - SMPG (messages ISO) qui tente soit de définir de nouveaux formats de messages notamment en termes d'identification de l'actionnaire, soit d'étudier la mise en œuvre des messages existants et d'en faire la traduction avec différents formats (ISO 20 022 et ISO 15 022).

Dans le cadre des travaux de l'AFTI, nous traitons 3 thèmes : les assemblées, les OST et l'identification de l'actionnaire. Ce dernier point sera traité en France avec l'initiative transparence d'Euroclear. Toutefois, les TCC s'interrogent sur la méthode lorsque la demande provient d'un émetteur hors Europe ou même européen si Euroclear n'intervient pas dans la chaîne.

Concernant les OST, nous avons un groupe efficace (le groupe expert OST - GEO), qui devra prendre en charge la partie relative à la mise en œuvre de la SRD et ses impacts sur les standards OST encore en cours de déploiement. Bien sûr, le MIG assurera toujours son travail au niveau français, notamment en matière de messagerie et surtout de lien avec les instances européennes. Pour les assemblées générales, la majeure partie du travail reste à faire même en présence d'une solution efficace en France comme VOTACCESS.

Le délai étant très court, il sera nécessaire de tirer les bénéfices de cette solution efficace. Le point stratégique est le lien avec Euroclear.

Le MIG continuera son travail de description de la pratique de marché ISO 20 022 pour étudier ses modalités de mise en œuvre. Un nouveau Groupe Expert Assemblée (GEA) vient d'être créé : ses travaux consisteront notamment à étudier les mesures en matière d'application de la directive actionnaires. ■

Table ronde 1 Panorama des processus post-marché impactés

Quels sont les principales difficultés et les choix structurants à réaliser pour se mettre en conformité avec la directive SRD II ?

Animateur :

Thibaut de Lajudie,
Associé *Ailancy*

Participants :

Isabelle Trémeau,
Secrétaire Générale, *ANSA*

Hélène Jeanpierre,
Corporate Trust Operations Global COO, *BNP Paribas Securities Services*

Mathieu Mitevov,
Head of Product Management Europe, *Euroclear*

Pierre Colladon,
Chargé d'Affaires Stratégiques, *Société Générale Securities Services*

Mourad Khirat,
Responsable Relations de Place et veille réglementaire, *Natixis Eurotitres*

Thibaut de Lajudie : Le sujet ne fait que commencer dans différents établissements. Nous allons étudier les grandes étapes de la chaîne de valeur concernées par la directive, de l'identification de l'actionnaire à la confirmation de la prise en compte du vote, et aborder les questions qui se posent pour réaliser la transposition, étape par étape.

**1^{er} processus impacté par la SRD :
l'identification des actionnaires**

Nous disposons en France du processus TPI qui permet à un émetteur d'identifier ses actionnaires. Le TPI, qu'il soit complet ou partiel, a démontré sa robustesse. La directive SRD II vient renforcer ce processus d'identification. Ceci répond-il à un besoin particulier exprimé par les émetteurs ?

Isabelle Trémeau : À la différence d'autres États membres, nous disposons effectivement d'un processus d'identification, mais celui-ci montre des limites pour les niveaux 2 et suivants de la chaîne. Nous nous attachons à identifier de quelle façon les principes posés par la directive et leur transposition permettront d'améliorer les dispositifs existants, notamment de TPI. La directive repose sur l'idée d'une transmission de l'information tout au long de la chaîne d'intermédiaires (transmission de la

demande de l'émetteur d'identification le long de la chaîne d'intermédiaires, ce qui permettrait de dépasser le TPI de niveau 1). Le projet de loi PACTE, qui transpose partiellement la directive, prévoit d'ailleurs que lorsqu'un teneur de compte identifie dans la liste des détenteurs un intermédiaire inscrit, il doit lui transmettre la demande de l'émetteur. Se pose tout de suite la question de l'efficacité concrète de ce dispositif, ce qui ramène à la question de la portée du caractère extraterritorial de la directive : celle-ci doit s'appliquer à tout intermédiaire, européen ou non, dès lors qu'il offre des services sur des actions de sociétés ayant leur siège au sein de l'UE et qui sont cotées sur un marché de l'UE. En pratique, comment faire respecter l'obligation à des intermédiaires étrangers ? Cela nous paraît un des enjeux principaux de la mise en œuvre du dispositif.

Thibaut de Lajudie : Si l'information est de qualité, quelle serait l'appétence des émetteurs pour augmenter le nombre de TPI réalisés chaque année ?

Isabelle Trémeau : Il y aurait environ 500 demandes de TPI par an adressées à Euroclear. Le fait que le TPI permette d'aller au-delà du niveau 1 pourrait susciter une demande accrue de la part des émetteurs si, notamment avec l'initiative Transparence

d'Euroclear, la qualité des informations devenait plus complète et obtenue plus rapidement. La question est un peu prématurée car, à ce stade, les émetteurs attendent de voir l'offre qui pourra leur être faite pour pouvoir s'engager.

Thibaut de Lajudie : Au-delà d'Euroclear, les émetteurs font parfois appel à des acteurs spécialisés pour obtenir cette identification de niveau 2. Comment anticipez-vous la convergence – ou non – du rôle de chacun entre Euroclear et les autres ?

Hélène Jeanpierre : En tant qu'établissement centralisateur mandaté par les émetteurs, nous ne jouons pas un rôle actif dans ce processus d'identification. Nous avons en revanche un rôle à jouer auprès de notre client émetteur dans le cadre dans la préparation de son AG et dans la relance active de ses actionnaires. Un émetteur ayant à sa disposition des éléments beaucoup plus détaillés et à jour avec la nouvelle initiative Transparence nous permettra de l'accompagner dans une relance active beaucoup plus importante et précise que ce qu'il est possible de faire aujourd'hui. Est-ce à dire que, aussi bien l'initiative Transparence en elle-même que le rôle que nous pouvons jouer en tant que banque centralisatrice vis-à-vis de notre client émetteur, vont mettre à mal l'activité de prestataire spé-

Table ronde 1 – Panorama des processus post-marché impactés

cialisé dans ces niveaux 2 et 3 de la gestion de l'identification des actionnaires ? La question peut être posée. Nous pouvons nous positionner en termes de rôle actif de banque centralisatrice à ce titre.

Thibaut de Lajudie : En bout de chaîne, c'est bien le teneur de compte du bénéficiaire final qui devra reporter à l'émetteur. Deux méthodes seront possibles : soit un report directement à l'émetteur ou à un tiers qu'il a désigné, soit un recours à la chaîne de détention des titres. Cette dernière méthode, privilégiée généralement à Paris pour traiter notamment les OST, permet de confirmer la position du client à chaque étape de la chaîne. Quelle sera la valeur ajoutée du teneur de compte dans ce processus ?

Pierre Colladon : La réponse par la chaîne d'intermédiation se heurte à la question des délais : celui qui répond est responsable du respect des délais. S'il répond pour l'ensemble de la chaîne, il peut être en difficulté à partir du moment où un seul intermédiaire dans la chaîne répond en retard. Dans le cadre des relations avec des institutionnels, il peut y avoir intérêt à passer par la chaîne dans le cadre de relation de mandat étendu.

Au-delà de la valeur ajoutée, l'intérêt est la transmission de données correctes. La SRD II présente l'avantage de donner des formats et des obligations en matière de types de données à reporter qui permettent un traitement plus rapide. Si nous ne jouons pas le jeu de la valeur ajoutée, c'est-à-dire de la qualité de l'information, le risque est simple : nous devons d'ici deux ans reconvoquer le CG Tech – qui est toujours actif – pour imposer les choses plus strictement. Enfin, la notion de position à reporter sera beaucoup plus stricte qu'aujourd'hui. Tout le monde devra répondre avec la même *record date*, c'est-à-dire la date de photographie des avoirs de chaque actionnaire, sur des positions dénouées.

Mourad Khirat : Un TCC en prise directe avec son client ou un mandataire de ce TCC devra assurer la juste valeur ajoutée

pour le juste prix. Nous ne demandons qu'une seule chose : bien comprendre la donnée recherchée et s'assurer qu'elle est bien présente et disponible dans notre système d'information. Alors, nous serons capables de fournir les données attendues. Dans le cadre de cette prestation Euroclear TPI transparence, tous les TCC et les mandataires de TCC sont impliqués pour avoir une qualité *up-to-date*. Il n'y a pas d'autre option.

Thibaut de Lajudie : Arriver à collecter l'information des distributeurs pour pouvoir ensuite la reporter à l'émetteur est un vrai challenge pour les teneurs de comptes *retail* dans le cadre des architectures producteurs-distributeurs. Ce processus d'identification fonctionne bien pour les valeurs émises par des émetteurs français. Demain, un émetteur étranger pourra également faire une demande. Par exemple, dans la distribution *retail*, si un actionnaire détient en portefeuille une action allemande, il faudra être en mesure de reporter à cet acteur allemand. Comment voyez-vous les choses dans ce cas ?

Mourad Khirat : Je n'imagine pas que nous puissions agir différemment pour un émetteur étranger : à lui de désigner un intermédiaire que nous reconnaissons comme habilité, comme l'est Euroclear pour les valeurs détenues pour les comptes de ses participants TCC.

Thibaut de Lajudie : Mathieu, vous travaillez chez Euroclear depuis plusieurs mois à un TPI qui répondrait mieux aux nouvelles attentes des émetteurs actions, asset managers, émetteurs obligataires dans une vision pan-européenne. Quelle pourrait être cette nouvelle offre ?

Mathieu Mitevov : Pour reprendre l'objectif de l'initiative, il est important de partir du 1^{er} constat que le marché français est en avance sur ce point de l'identification des actionnaires. En comparaison avec les CSD et les marchés autour de nous, très peu d'offres existent. Toutefois nous ne sommes pas encore en ligne avec la directive et nous ne répondons pas exactement aux besoins

des émetteurs. Nous nous sommes rendu compte que nous devons définir l'offre avec l'aide de l'ensemble du marché, d'où la mise en place de cette initiative avec les différents acteurs il y a quelques mois.

Au-delà de la réponse aux exigences réglementaires de la directive, cette initiative avait pour but d'établir un dialogue avec les émetteurs pour s'assurer d'avoir une solution durable. Nous avons regardé quelle était la vision future à mettre en place pour l'identification des actionnaires et nous sommes arrivés à la conclusion qu'il fallait une approche en plusieurs phases : améliorer les services actuels dès 2019 et ce, sur différents niveaux. Un premier niveau est d'étendre les informations disponibles, qui seront déjà en ligne avec les informations demandées par la directive, et de réduire le temps de réponse actuellement de 8 à 9 jours en France (contre 8 à 9 semaines en Europe !) à 3 jours.

La 2^e phase, plus ambitieuse, sera dans le timing de la SRD II : elle consistera à revoir les fondamentaux de l'offre de service pour s'assurer de disposer non seulement d'une adhésion totale par rapport à la directive sur les standards, sur les messages ISO à utiliser, sur les informations à donner, mais aussi pouvoir utiliser les nouvelles technologies existantes afin d'améliorer cette offre de service. Nous étudierons la possibilité d'utiliser des API, des solutions Cloud ou des solutions DLT (*distributed ledger technology* – registre électronique distribué) à court ou moyen terme. Nous continuons à travailler avec l'ensemble des acteurs du marché afin d'apporter une vision plus claire début 2019 et d'être prêts pour septembre 2020.

Thibaut de Lajudie : La directive prévoit la possibilité de définir des seuils minima pour l'identification. Est-ce une bonne nouvelle ou au contraire, plus compliqué que d'avoir à répondre de façon systématique à toute demande d'identification ? Quels sont les pays qui envisagent de les mettre en place ? Est-il intéressant d'avoir à gérer ces seuils ?

Pierre Colladon : Les pays ne se sont pas encore prononcés. Un État s'y apprête puisqu'il a déjà mis ces seuils en place :

Directive « droits des actionnaires » (SRD II) : enjeux pour le post-marché

Table ronde 1 – Panorama des processus post-marché impactés

les Pays-Bas. D'autres auront certainement une vision différente de la part de conservateurs globaux de type *retail* ou institutionnel, qui considèrent qu'il vaut mieux donner peu de réponses de gros actionnaires que toutes les réponses. Le principe est simple mais au-delà de permettre l'économie de transmission d'informations, la mise en œuvre est compliquée en termes de système puisqu'il faut distinguer les actionnaires ayant des positions au-delà du seuil de ceux en dessous pour, finalement, n'envoyer que les avoirs de la première population. Il faudra ensuite clairement définir ce seuil et l'exprimer en nombre de titres (le règlement le prévoit). Pour autant, du côté de l'émetteur, ce point ne répond pas à l'objectif d'identification dans le cas d'investisseurs multi bancarisés en termes de dépôts: le seuil peut être répété à chaque niveau. Cette complexité a un coût pour une fiabilité discutable pour l'émetteur.

2^e processus: la convocation à l'AG

Thibaut de Lajudie: Aujourd'hui en France, l'émetteur peut décider de convoquer les actionnaires au porteur en fonction ou non d'un seuil de détention, mais il a l'obligation de convoquer tous les actionnaires enregistrés au nominatif. SRD II implique de convoquer l'ensemble des actionnaires: cette nouvelle règle change-t-elle les processus pour les émetteurs?

Isabelle Trémeau: La situation des émetteurs sera sensiblement différente selon qu'ils utilisent ou non VOTACCESS. La question devrait être réglée grâce aux fonctionnalités de cette plateforme pour ceux qui l'utilisent. Pour les autres, et ils sont encore nombreux, il faudra faire parvenir l'avis de convocation à leurs actionnaires au porteur via les teneurs de compte ou, comme le permet la directive, l'avis indiquant à quel endroit trouver les informations sur leur site. Cela demandera des déploiements importants à ces émetteurs, qu'ils passent par le centralisateur pour atteindre les teneurs de compte ou, le cas échéant, par Euroclear.

Thibaut de Lajudie: Côté BNP Paribas Securities Services, vous avez des clients émetteurs qui vous confient la responsabilité d'organiser leur assemblée générale par VOTACCESS et d'autres qui procèdent par eux-mêmes. Comment ces derniers vont-ils pouvoir s'adapter?

Hélène Jeanpierre: Pour les émetteurs qui n'ont pas recours à VOTACCESS, il est nécessaire de rechercher l'information dans le BALO, sur les sites Web des émetteurs ou par prise de contact direct avec l'émetteur; la vérifier et la rendre compréhensible puis l'injecter dans la chaîne de valeur pour pouvoir la transmettre aux TCC de manière générique. Les volumes à traiter seront beaucoup plus importants qu'aujourd'hui. Nous le faisons déjà pour les émetteurs qui passent par VOTACCESS; nous utilisons une information provenant du BALO qui est *a priori* une information fiable, mais les volumes actuels n'ont rien à voir avec ceux que nous devons traiter demain. Pour nous centralisateurs, le recours à VOTACCESS est LA solution. Cependant, les banques en lignes et les petits émetteurs pourront-ils accéder à VOTACCESS? Il est nécessaire de revoir le *business model* de VOTACCESS pour le rendre accessible à l'ensemble des émetteurs et en faire un répertoire général, central, utilisé par l'ensemble des émetteurs, des banques centralisatrices, par Euroclear etc. Dans le cadre de la directive, VOTACCESS devra être ouvert non seulement à la communauté des sociétés émettrices françaises, mais aussi européennes. Euroclear devra accéder à l'information pour la rediffuser en extraterritorialité.

Thibaut de Lajudie: Demain, un acteur sera central dans le processus de diffusion des avis de convocation (*meeting notice*) au marché: le CSD. Dans le cadre des standards de la directive, l'émetteur a l'obligation d'envoyer à son dépositaire central (*issuer CSD*) l'avis de convocation, charge au CSD de l'envoyer à l'ensemble de ses affiliés et aux dépositaires centraux des investisseurs (*investors CSD*). Comment Euroclear entend jouer ce rôle de diffusion de l'information?

Mathieu Mitevov: Comme pour l'identification des actionnaires, la France est très en avance avec VOTACCESS. Euroclear a un fort intérêt à collaborer avec VOTACCESS en vue d'une solution efficace sur le marché français. La complexité vient des titres étrangers. Il faudra s'adapter et mettre en place des possibilités pour fournir des informations à nos participants même s'ils n'utilisent pas VOTACCESS, afin de rester compétitifs.

Thibaut de Lajudie: Euroclear devra-t-il jouer un rôle pour alimenter VOTACCESS sur les assemblées générales non alimentées par les acteurs français?

Mathieu Mitevov: Au niveau du groupe, nous avons déjà 7 CSD donc des informations utilisables. La collaboration avec VOTACCESS doit s'effectuer de manière réciproque. Il nous faut travailler en bonne intelligence pour limiter les impacts pour l'ensemble de la chaîne des intermédiaires.

Thibaut de Lajudie: Côté teneur de compte institutionnel, des solutions existent au niveau du vote. Quel sera l'impact de SRD II sur le processus d'avis de convocation pour la clientèle institutionnelle?

Pierre Colladon: Aujourd'hui, ce processus est souvent effectué à l'aide d'un *proxy collector ou advisor*, notamment pour l'étranger. Le risque de la directive est de donner l'envie à de nombreux acteurs de fournir des services pour répondre à ce besoin généralisé. En France, il est très important que cette offre soit canalisée par la plateforme existante afin que nous aboutissions à un traitement centralisé: si chaque émetteur décide d'agir seul dans le cadre de son assemblée générale et cela dans 30 ou 31 pays (en fonction du Brexit), la situation sera très complexe! Aujourd'hui, les proxys proposent essentiellement des solutions dédiées aux actionnaires institutionnels et sous forme d'option (service payable sur demande du client institutionnel). Demain, demain ce service payant sera étendu à l'ensemble des actionnaires. Le modèle change donc vis-à-vis des proxys qui ne sont encore pas préparés.

Table ronde 1 – Panorama des processus post-marché impactés

D'autre part, la solution VOTACCESS d'un côté et le recours à un proxy de l'autre ne sont pas la meilleure façon de travailler. L'interconnexion est indispensable. Dans ce cadre, la question des formats d'échanges reste posée. Je rappelle que VOTACCESS est d'ores et déjà capable d'annoncer des informations en format ISO 20022. Même si peu l'utilisent, le canal a le mérite d'exister et la conséquence des messages qui en découlent doit être étudiée dans les mois qui viennent.

Thibaut de Lajudie: VOTACCESS a vocation à devenir le canal privilégié de transmission de l'information. Concernant le vote *retail*, quand un émetteur ouvre son assemblée générale dans VOTACCESS, aujourd'hui le TCC affiche un *flag* sur le site Internet du distributeur. Demain, ce même processus sera-t-il appliqué ? Va-t-on afficher des *flags* pour toutes les assemblées générales européennes au niveau des sites des distributeurs ?

Mourad Khirat: Nous tendons vers ce type de processus. Une grande similitude existe entre la partie TPI et VOTACCESS. Nous avons deux solutions éprouvées et sommes en avance de phase donc poursuivons ! Pour les plates-formes retail et gestion privée, le modèle économique est analysé finement. Nous ne pouvons pas nous permettre d'imaginer d'autres solutions. Ce qui est vrai pour les OST sera vrai pour les assemblées générales. Il est nécessaire également de s'interroger sur le point suivant : vers quelle information conduit le *flag* ? Si l'émetteur est inscrit sur VOTACCESS, le process est efficace. Mais s'il ne l'est pas, il devra être possible de transmettre l'information collectée et de lui imposer la « norme » de Place.

Thibaut de Lajudie: Si nous prenons l'exemple d'une assemblée générale allemande : l'avis de convocation sera envoyé dans la langue de l'émetteur et en anglais : n'est-ce pas contre-productif de pousser de l'information à un actionnaire *retail* dans une langue qu'il ne comprend peut-être pas ?

Mourad Khirat: Nous pensons à l'expérience du client investisseur français : le client doit comprendre. Les distributeurs devront imaginer des solutions avec des explications en français pour aller dans le sens de la directive.

Pierre Colladon: Nous rencontrons ce problème sur certaines OST électives aujourd'hui et nous y faisons face. Demain, nous devons y arriver sur les AG car nous y serons obligés.

Thibaut de Lajudie: La directive SRD en tant que telle ne couvre pas le processus de vote. Cependant les nouvelles obligations en matière d'obligation de convocation des investisseurs vont augmenter l'appétence des investisseurs à s'exprimer et donc les volumes de votes. Face à cette augmentation des volumes de votes à traiter, les émetteurs qui n'utilisent pas aujourd'hui VOTACCESS pourront-ils demain s'en passer ? Comment inciter tous les émetteurs à utiliser VOTACCESS pour fluidifier les processus opérationnels ?

Isabelle Trémeau: L'utilisation de VOTACCESS n'a pas eu pour conséquence d'améliorer la présence physique des actionnaires aux AG. En revanche, il y a eu davantage de votants chez les individuels utilisant des VPC (vote par correspondance) par voie électronique ou numérisée. Les émetteurs ayant choisi de ne pas recourir à VOTACCESS font valoir différents arguments : ils n'ont pas de demande en ce sens ni d'utilité en termes de *quorum* et ne souhaitent pas en conséquence assumer les coûts de mise en place de la plateforme électronique (en plus du vote électronique, les émetteurs maintiennent souvent un format papier pendant la période de transition et la disparition de celui-ci ne vient donc pas immédiatement compenser la mise en place de la plateforme). La directive et cette obligation d'envoyer la convocation sans aller jusqu'au vote lui-même constituent un argument supplémentaire pour aller sur VOTACCESS. De plus, la confirmation du vote devient impraticable lorsque vous n'utilisez qu'un format papier.

Thibaut de Lajudie: Un des business model de VOTACCESS est de pouvoir convoquer au format électronique. Peut-on généraliser cette pratique demain, la réception de la convocation au format papier devenant l'exception ?

Isabelle Trémeau: Nous rencontrons une difficulté réglementaire car le Code de commerce prévoit que la convocation des actionnaires au nominatif doit intervenir par voie papier, sauf si l'actionnaire donne explicitement son accord pour une convocation au format électronique. Un des moyens d'encourager le recours à la voie électronique serait d'inverser les choses et de prévoir que la société puisse procéder à une convocation par voie électronique, sauf demande expresse de l'actionnaire pour une convocation par envoi postal.

Hélène Jeanpierre: Pour les AG qui ne sont pas dans VOTACCESS, je confirme la position des émetteurs. D'une part, la généralisation des effets d'annonce et la vulgarisation de la tenue des AG - qui se fera au niveau de tous les investisseurs, qu'ils soient actionnaires *retail* ou institutionnels -, vont générer une appétence plus grande et un volume plus important. D'autre part, un émetteur n'utilisant pas VOTACCESS compliquera la centralisation avec tous les risques que comporte le traitement opérationnel s'effectuant en format papier. Nous ne pouvons qu'inciter les émetteurs à se rendre sur la plateforme. Pour le nominatif, le recours à l'utilisation de la voie électronique, que ce soit pour la convocation ou pour toute autre information à transmettre à un investisseur personne physique ou morale doit requérir son autorisation explicite. Il s'agit ici davantage d'un sujet de Place que de VOTACCESS. Ne faut-il pas raisonner par exception et procéder systématiquement par envoi électronique, sauf si la personne demande expressément à recevoir l'information en format papier ? Pour nous centralisateurs, la levée de cette contrainte aurait un impact positif sur la fluidité du passage de l'information et sur la fiabilité du traitement de cette information.

Table ronde 1 – Panorama des processus post-marché impactés

Pierre Colladon : Un point important dans les actes réglementaires est la mise à disposition par l'émetteur de l'annonce à un format donné. Même s'il n'est pas sur VOTACCESS, le TCC captant cette information la met à disposition à l'aide d'une infrastructure qui permettra au client de répondre. Si le client répond par voie électronique, l'agent centralisateur risque de recevoir des notices de participation et des attestations avec des formats différents difficilement gérables. Si l'émetteur n'a pas d'agent centralisateur, il les recevra lui-même, or le processus est très complexe.

Thibaut de Lajudie : Pour les AG sur VOTACCESS, un drapeau est affiché sur le site du distributeur : les distributeurs ou teneurs de compte sont rémunérés pour ce travail de mise en valeur des AG dans la plateforme. Lorsqu'il deviendra obligatoire de passer par un circuit électronique pour afficher 100 % des AG à l'investisseur, comment distinguer un émetteur ayant besoin de se mettre en avant (et prêt à rémunérer le distributeur pour ce faire) d'un émetteur non soucieux de communiquer ?

Mourad Khirat : Nous devons trouver le modèle économique qui permettra de rémunérer, directement ou indirectement, le service offert au client final afin d'optimiser les développements déjà effectués.

Thibaut de Lajudie : Euroclear envisage-t-il une action particulière dans le cas du transfert des votes aux émetteurs étrangers ?

Mathieu Mitevov : Nous allons mettre en place un service pour les titres étrangers n'étant pas dans le périmètre de VOTACCESS car nous serons dans l'obligation de fournir des solutions à nos participants. Notre volonté est d'avoir un modèle plus ouvert et interopérable pour faciliter le travail de la chaîne d'intermédiaires et donc permettre à un investisseur ou à un émetteur de fournir l'information quel que soit son choix (passer par un *proxy provider*, par le CSD ou par VOTACCESS).

Thibaut de Lajudie : Une fois que le vote a été transmis par l'intermédiaire à l'émet-

teur, une nouvelle obligation est prévue par la directive : la transmission à l'investisseur de la confirmation que son vote a bien été pris en compte avant l'AG et, après l'AG, si l'investisseur le souhaite, la transmission d'une confirmation que le vote a bien été pris en compte dans le dépouillement. Ces obligations étaient très attendues par les investisseurs institutionnels. Quelle complexité cela va-t-il engendrer demain pour délivrer ces messages ?

Pierre Colladon : Il est très simple de confirmer la transmission d'un document, mais beaucoup plus compliqué de revenir sur un événement qui a eu lieu pour confirmer qu'il a eu lieu correctement. L'absence d'un processus automatique signifie un travail au cas par cas. De nombreux asset managers veulent avoir ces deux confirmations.

Thibaut de Lajudie : Lorsque VOTACCESS a été construit à l'origine, il était prévu que cet outil soit considéré comme l'urne du centralisateur. Juridiquement, peut-on considérer qu'une information arrivée dans cette urne soit réputée prise en compte et confirmée pour ne pas devoir gérer du cas par cas ?

Isabelle Trémeau : La directive distingue bien l'accusé de réception du vote (en cas de vote électronique) de la confirmation que ce vote a bien été pris en compte, qu'il soit effectué de manière électronique ou papier. Cette distinction est reprise dans les recommandations de l'AMF. Je ne suis pas certaine qu'on puisse affirmer que la réception de l'accusé de réception vaille la confirmation de la prise en compte du vote. Cela serait une solution défendable, mais la réponse ne me paraît pas évidente à ce stade.

Hélène Jeanpierre : La vision de l'urne centrale (*global repository*) est évidemment ce dont nous rêvons. D'ici là, que mettre en place pour répondre à la partie confirmation après tenue de l'AG ? Aujourd'hui le processus est très long et manuel et nécessite des supports papier important (liste d'émargement, vote pendant l'AG elle-

même, vote reçu avant, etc.). Nous disposons de 3 mois pour répondre aujourd'hui. Je ne vois pas comment on peut abaisser ce délai. S'il est possible de mettre en place une urne centrale reconnue aussi bien techniquement que juridiquement comme faisant foi, je vote !

Mathieu Mitevov : Sur le processus de confirmation du vote, Euroclear souhaite réfléchir à une harmonisation au niveau européen car pour les marchés n'ayant pas de solution type VOTACCESS, la complexité est encore plus grande.

3^e et dernier point, le délai de transmission

Thibaut de Lajudie : Une OST reçue à J avant 16h doit être envoyée à l'intermédiaire suivant le même jour (avant 23h59). Pour tous les acteurs habitués à effectuer des contrôles avant l'envoi au maillon suivant, ce délai semble très difficile à tenir.

Pierre Colladon : Deux cas se présentent : une opération pouvant être traitée en « full STP » ou une opération qui nécessite des contrôles et ajouts d'informations. Si la première est simple à gérer, la seconde, dès qu'elle induit une intervention humaine, constitue un vrai défi. Ces contrôles et ces rajouts devront se faire en quelques heures au lieu d'une journée auparavant. Le défi touche donc toute opération dont le traitement n'est pas purement STP, c'est-à-dire totalement automatisable, et sera compliqué à gérer. Au-delà, il faudrait pouvoir distinguer l'institutionnel, plus aguerri, du client de détail (*retail*) qui découvre une OST électorale avec des spécificités qu'il faut souvent expliquer ou repréciser.

Mourad Khirat : À partir du moment où l'ensemble du *process* n'est pas entièrement automatisable, il semble impossible de répondre à J. Nous ferons au mieux pour que l'investisseur puisse faire valoir ses droits.

Thibaut de Lajudie : Des choses ont-elles été aménagées dans la SRD pour les OST tardives ?

Table ronde 1 – Panorama des processus post-marché impactés

Pierre Colladon : Nous devons permettre à l'actionnaire de disposer de 3 jours avant l'échéance de réponse, ce qui suppose de lui transmettre l'information suffisamment en avance. Les choses sont simples lorsqu'on se situe en haut de la chaîne d'intermédiation car on assure un contact court entre l'émetteur et l'investisseur. En revanche, le énième intermédiaire devant traiter une OST - qui n'aura que 10 jours au total comme délai de réponse à compter de la date de son annonce -, subira un effet de compression entre la date de réception

de l'information à son niveau, l'échéance de réponse imposée par l'émetteur et les 3 jours minimum de réflexion imposés par la SRD, étant entendu qu'utiliser le STP n'est pas forcément réalisable sur l'ensemble de la clientèle de détail.

Thibaut de Lajudie : En guise de conclusion, quelle est la complexité la plus forte en dehors des aspects liés à la confirmation ?

Mourad Khirat : Sur la partie transparence/TPI, plus tôt nous serons éclairés sur les volumétries et les périodicités, plus tôt nous serons en mesure d'analyser des solutions pour satisfaire les besoins des émetteurs et éviter les phénomènes d'engorgement.

Pierre Colladon : Comme nous sommes face à des délais de mise en œuvre très contraints, il faut optimiser l'existant. Deuxième point important : seules les choses mécanisables peuvent être réalisées. ■

Table ronde 2 Solutions de demain / innovantes

Animateur :

Lionel Barthélémy,
Directeur Général Délégué,
CACEIS Corporate

Participants :

Dan Toledano,
Product Manager, *Euroclear France*

Thibaud de Maintenant,
CEO, *Liquidshare*

Philippe Cognet,
CEO, *SLIB*

Pierre Davoust,
CEO France, *SETL*

Lionel Barthélémy : Parmi les termes abordés dans les présentations précédentes, certains résonnent : obligation d'information, gratuité potentielle, augmentation des volumes, format, sécurité et rapidité de la diffusion de l'information. Ces thèmes renvoient à l'usage des nouvelles technologies telles que la digitalisation, la norme ISO 20022 pour l'échange des données informatisées entre institutions financières. Pour en discuter, nous avons invité des partenaires de longue date comme Euroclear ou SLIB ainsi que des experts du *post trade* qui représentent autant de nouveaux intervenants, comme Liquidshare et SETL. J'ai demandé à chacun d'entre eux de nous présenter ce qu'il pense pouvoir

apporter à la profession. Dan, qu'en est-il de la transparence ?

Dan Toledano : Les nouvelles technologies ont été largement abordées dans le cadre du Groupe Transparence. Cette initiative a été lancée en 2018, initialement pour identifier tous les moyens permettant aux émetteurs de bénéficier d'une transparence accrue sur leurs détenteurs. Le chantier s'est ensuite concentré sur l'amélioration de la filière du Titre au Porteur Identifiable (TPI).

Le processus du TPI est notre « SRD avant l'heure » car il ressemble à peu de chose près au processus prévu au niveau européen par la directive. Indépendamment

des aspects réglementaires, nous sentions depuis longtemps un besoin d'amélioration du service de la part des émetteurs ainsi qu'un besoin, de la part de nouveaux acteurs (sociétés de gestion, etc.), de tirer pleinement profit de ce service. Le marché français va plus loin que la SRD puisque le TPI s'applique à d'autres instruments comme les OPCVM et les obligations. Ceci pourrait d'ailleurs créer des problèmes de transposition que nous espérons lever prochainement dans le cadre d'un chantier juridique.

Le Groupe Transparence a réuni des émetteurs *corporate* (actions, obligations), des sociétés de gestion, des teneurs de comptes et des agents émetteurs. Il a émis

Table ronde 2 – Solutions de demain / innovantes

des recommandations dont vous trouverez le rapport sur notre site. Le TPI est utilisé essentiellement par les émetteurs actions, dont tous ceux du CAC40 et la majorité du SBF 120. Le nombre d'actionnaires communiqué chaque année aux émetteurs atteint plus de 6 millions, ce qui signifie qu'il couvre le cœur de cible de l'actionariat des grandes capitalisations françaises.

Avant d'aborder les nouvelles technologies (API, Cloud, blockchain...), le premier chantier à entreprendre pour s'adapter à l'augmentation des volumes attendue avec SRD ainsi qu'à la réduction des délais et si nous voulons être prêts dans deux ans, est celui de l'optimisation des processus actuels. Il débutera dès 2019. Nous avons prévu une série d'améliorations, par exemple d'enrichir les messages en les mettant à la norme SRD ou de faire en sorte que les émetteurs puissent envoyer leurs demandes par voie électronique. Bien entendu, dès que la norme ISO 20022, en préparation pour la communication des données des actionnaires sera disponible, nous la mettrons à la disposition des participants.

Pour la phase 2, (3 septembre 2020), nous poursuivons un deuxième chantier qui est la mise en place de solutions permettant de répondre et même d'aller au-delà des exigences de la SRD. Afin que les émetteurs puissent avoir une vue en temps réel de leur actionariat, nous avons investigué la solution des API (interfaces de programmation), basée sur une plateforme du CSD qui fera appel aux bases de données des détenteurs des teneurs de comptes et restituera une vue consolidée aux émetteurs. L'actionariat d'un émetteur est réparti entre différents registres détenus par plusieurs intermédiaires: cette technologie, déjà largement utilisée dans le secteur bancaire, est tout à fait adaptée à cette exigence de vue en temps réel de différents registres. Autre technologie, le « Cloud » permettra aux émetteurs utilisant le service de façon régulière de se constituer des bases d'informations sur leurs détenteurs et de créer la relation fidèle que le législateur appelle de ses vœux. Pour la partie identification des actionnaires et assemblées générales, nous explorons également toutes les possibilités offertes par la blockchain.

Lionel Barthélémy: Philippe, quels sont les projets en cours de VOTACCESS?

Philippe Cognet: Nous disposons d'à peine 300 jours pour définir des solutions qui devront être opérationnelles dans 2 ans. Il est nécessaire d'innover non pas dans la technologie en tant que telle – nous sommes tous en train de tester des pilotes dans la blockchain ou autre en ce moment. Le sujet qui préoccupe cette assemblée est de trouver un moyen de répondre à la montée en puissance des émetteurs. 95 % des TCC sont déjà sur le système VOTACCESS. Nous pensons convaincre les derniers dans l'année à venir. L'objectif est de passer de 85 émetteurs en 2018 à plusieurs centaines demain. Plus que l'innovation, cette problématique de la volumétrie nécessite de revoir le modèle économique à mettre en place (1er enjeu) pour que les émetteurs trouvent leur compte à aller sur VOTACCESS. Le groupe de travail dédié à cette recherche de modèle économique se pose des questions sur la partie distribution en s'intéressant au mode de diffusion des informations – dans ce domaine, VOTACCESS est déjà avancé puisqu'il a déjà intégré la norme ISO 20022. Ce modèle doit répondre à une digitalisation accrue et à une automatisation des processus. Le 2e enjeu consiste à ouvrir VOTACCESS à Euroclear et à le situer dans une position transfrontière européenne. Il nous faut définir le cadre de travail sur ce point avec Euroclear. Le 3e enjeu tient au système de confirmation: où est l'urne? Qui répond? Comment l'information doit-elle redescendre de manière électronique puisque cela ne sera pas possible sous format papier compte tenu de la volumétrie attendue dans les 24 mois à venir? C'est pour répondre à ces trois grands enjeux que nous devons innover.

Lionel Barthélémy: Pierre, pouvez-vous présenter les initiatives en cours de SETL?

Pierre Davoust: SETL crée de nouvelles infrastructures de marché en s'appuyant sur des technologies innovantes comme la blockchain afin de simplifier la vie opérationnelle des marchés financiers, en particulier afin de réduire les coûts et d'apporter

davantage de transparence dans le monde du *post trade*. Deux initiatives sont en cours sur la Place: la première, IZNES, est une plateforme d'émission de parts de fonds qui met en relation les sociétés de gestion en tant qu'émetteurs et les investisseurs corporate ou institutionnels. Cette plateforme apporte certes des fonctionnalités aux acteurs de ce marché (réduction des coûts, automatisation croissante,...), mais le cœur de l'offre est la transparence: la connaissance des porteurs de parts en flux et en stocks en constitue le point de départ. Les sociétés de gestion souhaitent connaître leur passif pour pouvoir modéliser le comportement des investisseurs, pour répondre aux exigences réglementaires – notamment sur les fonds monétaires qui leur imposent de calculer des risques de liquidité, pour adopter des stratégies marketing et commerciales plus affûtées, etc. Le registre des porteurs et l'historique des transactions sur les parts de fonds émises par les sociétés de gestion constituent la base que nous sommes en train de construire en nous appuyant sur un modèle au nominatif. Sur cette base seront développées des applications avec des *business model* innovants. Pour le moment, les infrastructures de marché facturent les processus de traitement des flux et des stocks. Ce ne sera pas le cas dans quelques années: ce *processing* sera considéré comme une activité à faible valeur ajoutée. En revanche, l'information structurée qui traverse les infrastructures peut être exploitée, que ce soit par l'infrastructure elle-même ou par des fournisseurs externes (par exemple, d'autres start-up qui construisent des applications de modélisation de passif, des TCC qui greffent des applications d'octroi de liquidité, etc.). Seuls les services construits autour de la solution seront facturés car ils auront de la valeur. Notre deuxième projet a abouti: c'est désormais un CSD qui a obtenu son agrément en octobre 2018 et est connecté à T2S. Co-structuré avec Orange, il vise à fournir un service efficace d'émission de titres de créances négociables (*commercial paper*). Les émetteurs et les investisseurs ont à leur disposition une plateforme de trading – que ce soit pour le marché primaire ou secon-

Table ronde 2 – Solutions de demain / innovantes

daire - directement connectée à un CSD s'appuyant sur la technologie de SETL. En intégrant les deux couches de l'infrastructure en une offre globale et en construisant un registre des porteurs de *commercial paper*, nous fournissons des services intéressants en termes de transparence. Grâce à ce service, les émetteurs peuvent avoir accès à la fois aux flux et aux stocks de leurs investisseurs. Le fait de créer un registre capable d'identifier à tout moment qui est le porteur du titre et de le connecter d'un côté au CSD et de l'autre à la plate-forme de trading permet de lisser la transition parfois douloureuse entre le trading et le *post trade*. Les positions que les émetteurs ou investisseurs voient sur la plate-forme de trading sont les mêmes que celles des TCC, chez le CSD et répliquées dans le registre. Cela réduit le risque opérationnel et les décalages entre les positions de trading et de *post trade* sur un marché où le trading haute fréquence est peu développé donc avec peu de sujets de ventes à découvert comme il peut y en avoir sur les marchés

actions. Cela permet une fluidification du cycle complet de la transaction. La mise en service du système est prévue début 2019.

Lionel Barthélémy : Thibaud, pouvez-vous présenter les initiatives en cours de Liquidshare ?

Thibaud de Maintenant : Liquidshare est né il y a 18 mois de la volonté de former un consortium avec une infrastructure plus légère pour répondre aux problèmes des PME, cotées ou non (dans le non coté, le transfert de propriété se fait souvent par voie papier). Les PME cotées se trouvent face à une infrastructure inadaptée à leurs faibles volumes de transaction. La plupart d'entre elles ne connaissent pas leur actionnariat au porteur en Bourse car le coût des TPI est trop onéreux pour des petites PME. Au lieu d'un règlement passant par plusieurs intermédiaires, nous avons fait le choix de n'avoir qu'un seul règlement de manière « atomique* » directement entre les deux dépositaires. Nous

avons ouvert le pilote avec les différentes plates-formes de test (Euronext, brokers, asset managers, dépositaires, PME) il y a une semaine, en développant des *smart contracts* (contrats intelligents) permettant d'effectuer ce transfert de propriété entre les différents dépositaires. Nous répondons à la demande de transparence dès la création du compte dans l'infrastructure, au niveau du bénéficiaire final pour la partie institutionnelle. Comme cette information de compte est conservée tout au long de la chaîne, quand Euronext envoie l'information sur un transfert de titre de PME, l'information du compte est également véhiculée. Cela permet d'effectuer un règlement-livraison en direct. À travers un accès Web, la PME peut voir qui sont ses nouveaux investisseurs grâce à la création de comptes par le dépositaire. La boucle est bouclée grâce à un système où la position est enregistrée dans les différents niveaux de la *stack* (pile) informatique.

* Atomique : notion informatique qui veut dire tout ou rien (cela signifie qu'il n'y a pas de risque d'avoir le cash sans les titres ou vice versa).

Questions de la salle

Cela fait plus de dix ans que l'on évoque la consolidation du marché européen et de ses infrastructures. Selon l'Esma, il y aurait en Europe 42 CSD et SSS, 16 chambres de compensation, 180 plateformes de négociation alors que de nouvelles infrastructures non encore interopérables sont en train d'être créées. Où sont l'intégration et la consolidation ?

Thibaud de Maintenant : La question est de savoir si ces infrastructures apportent la solution que nous cherchons. Nous avons la chance d'avoir un concentré de savoir-faire et de connaissances en matière de *post trade* et d'IT qui rend la Place de Paris vibrante en termes de nouvelles activités. Cette intelligence collective peut nous aider à trouver de nouvelles solutions à de vieux problèmes qui ne sont pas réglés

par les canaux existants, même si cela a un coût d'intégration. Il faut voir la SRD comme quelque chose de positif.

Pierre Davoust : Nouvel entrant, nous avons pris la précaution de nous connecter à T2S, ce qui n'était pas dans nos plans initiaux, afin de poursuivre une démarche équilibrée et d'apporter des solutions innovantes sans pour autant perturber l'écosystème et les efforts fournis. L'apport de solutions concrètes, par exemple sur le marché des *commercial paper* ou une initiative comme IZNES, peuvent être des catalyseurs de la consolidation à moyen – long terme.

Lionel Barthélémy : Comment faciliter l'interconnexion et l'interopérabilité entre l'« ancien » et le « nouveau » monde ?

Dan Toledano : Côté Euroclear, nous regardons avec intérêt ces nouvelles initiatives qui nous incitent à nous remettre en question sur certains de nos services. Nous sommes déjà interopérables avec de nombreux CSD, dans T2S. Mettre en place une opérabilité doit répondre à une demande du marché. Cela a un coût et il faut voir à partir de quel moment nous atteindrons la masse critique suffisante pour créer cette interconnexion.

Philippe Cognet : Côté plateforme de vote, nous œuvrons dans le sens d'une structure unique. VOTACCESS a déjà été proposée à certains pays. Certains, comme le Portugal ou la Belgique, sont intéressés, mais d'autres, comme la Hongrie, ont déjà mis en place des plateformes ou doivent composer avec des acteurs privés incon-

Questions de la salle

tournables: il nous faudra donc faire en sorte qu'elles soient interoperables pour permettre à des émetteurs ou des TCC français de s'y connecter. VOTACCESS peut être une solution qui reste à définir en termes de besoin et de modèle économique au niveau de la Place, mais qui ne sera malheureusement pas à l'ordre du jour du premier projet à rendre avant les 300 jours.

Quels seront les services payés par le client ? La logique voudrait que ce soit aux émetteurs de payer...

Dan Toledano : La recommandation du groupe de travail est de réduire le coût du service de transparence (TPI) afin de le rendre accessible à l'ensemble des émetteurs. Et ceci est prévu. Nous allons revoir notre modèle de *pricing* dès l'année prochaine pour l'adapter au modèle multi-valeurs des sociétés de gestion. Le tarif du TPI sera également modifié afin de le rendre plus compétitif et accessible aux émetteurs de toutes tailles.

Les principes de tarifications actuels du TPI sont en ligne avec la SRD qui consacre le principe d'un paiement par l'émetteur (les intermédiaires peuvent demander à l'émetteur de les rémunérer sur une base non discriminatoire). La question est de trouver le bon niveau de rémunération.

Thibaud de Maintenant : Concernant Liquidshare, le service de base devrait être gratuit pour les PME et leur permettra de voir les titres au porteur jusqu'à un certain niveau. Il deviendra payant lorsque la PME demandera au dépositaire des précisions sur les actionnaires regroupés dans des comptes collectifs. Nous nous appuyons sur le travail d'Euroclear pour proposer des tarifs standardisés.

Pierre Davoust : Dans nos modèles, ce sont les émetteurs qui sont en demande de transparence, mais ce sont les investisseurs qui font le marché. Par conséquent la facturation se fera aux émetteurs et non aux investisseurs. Par exemple, sur IZNES, l'offre

est gratuite pour les investisseurs sur les fonds monétaires. En revanche, nous facturons l'émetteur en fonction des encours qu'il met à disposition sur la plateforme. L'émetteur a intérêt à ce que ce soit le moins coûteux possible pour l'investisseur.

Philippe Cognet : Une chose est sûre: plus il y aura d'émetteurs et donc de volume sur la plateforme, plus le coût du service baissera. L'objectif est de baisser les coûts pour digitaliser et automatiser les processus au maximum. ■

Conclusion

Florian Denis,

Directeur de la division « Régulation des émetteurs » au sein de la direction de la Régulation et des Affaires internationales, AMF

Le champ de la SRD est beaucoup plus large que l'identification des actionnaires par les sociétés admises sur un marché réglementé ou la transmission des informations entre sociétés cotées, intermédiaires et actionnaires. La directive est vraiment structurante car elle a un impact sur quasiment tous les acteurs de la Place : les émetteurs, leurs dirigeants (rémunérations), les actionnaires, les teneurs de compte conservateurs, les gérants de fonds, les investisseurs institutionnels et les conseillers en vote. Il s'agit d'un texte global qui demande une attention particulière de la part de l'AMF.

Le but de SRD II est de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires. Le texte prévoit en conséquence plusieurs actions pour atteindre cet objectif. 75 % des dispositions de la directive seront transposées par la loi PACTE qui, après une première lecture à l'Assemblée nationale, est en cours de discussion au Sénat.

En premier lieu, la directive essaie de promouvoir l'engagement actionnarial des sociétés de gestion et des investisseurs institutionnels tels que les sociétés d'assurance ou les fonds de pension ainsi qu'une plus grande implication des actionnaires dans la gouvernance des entreprises de façon à en améliorer les performances financières et extra-financières. La directive exige que ces investisseurs soient plus transparents sur la façon dont ils investissent et sur leur politique d'engagement vis-à-vis des émetteurs. Aujourd'hui, le Code monétaire et financier prévoit que les sociétés de gestion exercent les droits attachés aux actions de leurs porteurs de parts dans l'intérêt exclusif de ces porteurs de parts et rendent compte de leurs pratiques en matière d'exercice de droits de vote.

Le projet de loi PACTE, afin de transposer la directive, ira encore plus loin : la loi demandera aux gérants d'élaborer et de publier une politique d'engagement actionnarial décrivant la manière dont ils intègrent leur

rôle d'actionnaire dans la stratégie d'investissement. Ils devront également publier un compte rendu annuel sur la mise en œuvre de ces politiques, selon le principe du *comply or explain* (s'ils n'appliquent pas ces mesures, ils devront en expliquer les motifs). Le débat sur la confirmation de la prise en compte du vote par les intermédiaires est à ce titre très intéressant car les gérants auront aussi des obligations en termes de publicité de leur politique d'engagement actionnarial. Les sociétés de gestion devront aussi rendre compte aux investisseurs de la manière dont leur stratégie d'investissement respecte le contrat de gestion et contribue aux performances à long terme des actifs de leurs investisseurs. Les investisseurs institutionnels devront quant à eux publier la manière dont les principaux éléments de leur stratégie d'investissement en actions contribuent aux performances de leur actif sur le moyen terme ainsi que des informations relatives à leur mandat de gestion (les deux sont intrinsèquement liés).

En second lieu, en ce qui concerne les conseillers en vote (proxys) là aussi, il n'y avait, jusqu'à présent, pas d'obligation résultant du droit européen. L'AMF a toujours été active sur ce sujet : en 2005, elle avait préconisé un encadrement des agences de vote. En 2011, une recommandation de l'AMF a été publiée concernant l'élaboration et la diffusion des recommandations, la prévention des conflits d'intérêts et le dialogue avec les sociétés cotées. L'AMF a également pris part aux travaux de l'ESMA sur les proxys qui ont débouché sur l'élaboration d'un code de bonne conduite en 2014. S'appuyant sur ces règles d'autorégulation élaborées au niveau européen, la directive prévoit désormais que les proxys fournissant des conseils sur des actions cotées sur un marché réglementé de l'UE devront adhérer à un code de bonne conduite et rendre compte de son application. Ils devront également prévenir, gérer et communiquer à leurs clients

tout conflit d'intérêts ainsi que les mesures qui sont prises pour y faire face. Ils devront enfin publier des informations sur la préparation de leur recherche et des conseils qu'ils émettent.

En troisième lieu, la directive entendait apporter plus de transparence sur les conventions conclues par les sociétés cotées avec les parties liées (conventions réglementées). Le droit français étant largement conforme à la directive, la loi PACTE ne modifie qu'un seul aspect : le moment où ces conventions doivent être annoncées publiquement par la société (dès la conclusion des conventions).

En quatrième lieu, la directive prévoit une harmonisation minimum du droit de regard des actionnaires de voter sur la rémunération du dirigeant de l'entreprise (*say on pay*). Ce vote en AG joue un rôle fondamental pour aligner les intérêts des administrateurs et des dirigeants avec les objectifs globaux de la société. La directive prévoit un double vote en AG :

- un vote *ex ante* sur la politique de rémunération. Ce vote est en principe contraignant mais les États membres ont la possibilité de le rendre facultatif ;
- et un vote *ex post* exposant le détail des rémunérations octroyées aux dirigeants au cours de l'exercice écoulé. Ce vote, selon la directive, est en principe consultatif.

La loi Sapin de 2016 avait déjà institué 2 votes contraignants (*ex ante* et *ex post*). Dans le cadre de la loi PACTE, il est prévu une ordonnance qui permettra au Gouvernement de prendre des mesures afin de refondre de manière cohérente le dispositif français de vote sur la rémunération des dirigeants.

Enfin, j'en arrive aux aspects de la directive qui nous occupent aujourd'hui : l'identification et le dialogue avec les actionnaires. Comme il a été dit ce matin, la directive prévoit la possibilité pour l'émetteur d'identifier ses actionnaires, la transmission des informations de la société à l'actionnaire

Conclusion

pour permettre à ce dernier d'exercer les droits résultant des actions et la facilitation par les intermédiaires de l'exercice de ces droits, notamment le droit de participer à une AG en exécutant les instructions explicites de l'actionnaire.

Contrairement aux autres dispositions de la SRD II, qui seront appliquées dans les États membres en juin 2019, les États membres ont jusqu'en septembre 2020 pour appliquer ces dispositions relatives à l'identification des actionnaires, la facilitation du droit de vote et la transmission de l'information, soit deux ans après le règlement d'exécution publié en septembre 2018 par la Commission européenne.

La directive consacre un droit pour les émetteurs d'identifier leurs actionnaires – la portée de ce dispositif est clairement extraterritoriale puisqu'il s'appliquera aux intermédiaires qui, sans avoir un siège social ou une administration centrale au sein de l'Union européenne, fournissent des services relatifs à des actions émises par un émetteur coté sur un marché réglementé de l'UE, et qui a son siège statutaire au sein de l'UE.

Le dispositif d'identification des actionnaires sera transposé directement par la loi PACTE. La loi prévoit deux options: l'identification pourra être demandée au dépositaire central, comme c'est le cas actuellement en France, ou auprès des intermédiaires. Alors que les statuts de l'émetteur devaient expressément autoriser la société à identifier ses actionnaires, une telle identification sera désormais de droit pour les émetteurs (il ne sera plus nécessaire de vérifier les statuts des sociétés). Le projet de loi PACTE prévoit aussi que les intermédiaires pourront facturer ces services à

condition que ces frais soient non discriminatoires et proportionnés. Il est prévu aussi que la facturation de ces frais résultant du caractère transfrontière du service (pour un émetteur ou un intermédiaire étranger) ne sera autorisée que si elle fait l'objet d'une explication et correspond à la différence de coût engagé pour ce service. Un décret en Conseil d'État précisera comment les frais facturés seront rendus publics. Contrairement à la directive qui offrait l'option d'un service gratuit, la France a opté pour des frais payants et, s'ils sont rendus entre États membres, à condition qu'une explication soit fournie pour éviter des surcoûts dus au caractère transfrontière du service. Le projet de loi PACTE modifiera le régime dit de l'intermédiaire inscrit. Le dispositif, réservé aux hypothèses où le propriétaire des actions ou obligations ne réside pas en France, sera étendu aux propriétaires, qu'ils soient résidents ou non, détenant des titres exclusivement cotés sur un marché d'un pays tiers - considéré comme équivalent à un marché réglementé européen -, cette décision d'équivalence étant prise sous MIF par la Commission européenne. Un décret en conseil d'État viendra préciser les délais de transmission des demandes d'information en matière d'identification ainsi que les délais pour les communications des réponses à ces demandes.

En ce qui concerne la facilitation du droit de vote, le projet de loi PACTE renvoie à une ordonnance que le Gouvernement pourra prendre dans les 12 mois suivant la promulgation de la loi PACTE.

Le règlement d'exécution de la Commission européenne – d'application directe dans les États membres - ne prévoit que des

prescriptions minimales – les considérants de ce règlement encouragent l'industrie à autoréguler davantage les formats de transmission des informations en fonction des différents marchés: la Commission envoie ainsi un message clair à l'industrie pour qu'elle s'autorégule, notamment dans les éventuels problèmes transfrontaliers qu'elle pourrait rencontrer. Le règlement prévoit aussi que le droit national du pays où l'émetteur a son siège social détermine les obligations concrètes auxquelles les intermédiaires doivent se conformer afin de faciliter l'exercice des droits des actionnaires. Les États membres ont toute compétence pour déterminer l'obligation de confirmer le droit de l'actionnaire de participer à une AG, ou l'obligation de transmettre à l'émetteur la notification de participation.

En conclusion, je voudrais souligner deux points: (I) Les débats parlementaires ont montré la volonté de la part du gouvernement et du législateur de ne pas surtransposer et de rendre le texte facile d'accès pour tous les intermédiaires. (II) Le projet de loi PACTE et le règlement d'exécution de la Commission de septembre 2018 sont des étapes importantes pour l'application de la directive Droit des actionnaires, mais le dispositif ne sera complet qu'après la publication du décret en Conseil d'État, qui précisera certaines règles ou modalités concernant l'identification des actionnaires et la facilitation des droits attachés aux actions, et de l'ordonnance concernant la facilitation des droits attachés aux actions. Le travail réglementaire n'étant pas encore achevé, nous comptons sur votre vigilance pour nous indiquer si vous observez des difficultés que vous identifieriez. ■

Spécial Conférence

Périodique édité par l'AFTI • ISSN 1262-2109

Directeur de Publication: **Éric Dérobert**

Rédacteur en chef: **Éric Dérobert**

Rédaction: **Anne Bechet**

Réalisation: **Café Noir**

Les supports de présentation
sont disponibles sur www.afti.asso.fr

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél.: 0148005201
Fax: 0148005048