

Les Services aux Émetteurs dans le cadre de l'harmonisation européenne, quelles perspectives?



En partenariat avec



Numéro 33

Sommaire

- p. 1
Introduction
Marcel Roncin
- p. 3
**Le droit des investisseurs et leur
exercice dans l'environnement
communautaire**
Philippe Goutay
- p. 7
**Les dernières avancées en matière
d'assemblées générales
et d'opérations sur titres**
Laurent Chalivoy
- p. 10
**Développement du vote par moyens
électroniques : une solution
de la Place**
Première partie
Jean-Pierre Pasquier
Deuxième partie
Jean-Pierre Carrafang
- p. 16
Table ronde :
**Les attentes des Émetteurs,
la réponse des mandataires
d'Émetteurs centralisateurs
et leur projets**
Sylvie Vernet Gruot
- p. 23
Conclusion
Robert Baconnier

Introduction

Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI



Bonjour à tous.

Je vous souhaite la bienvenue à cette conférence dédiée aux services aux Émetteurs, organisée en partenariat avec la Fédération Bancaire Française et l'ANSA.

Le service aux Émetteurs est l'un des métiers de référence de l'AFTI. Il recouvre plusieurs activités dont certaines seront évoquées dans le cours de l'après-midi. Je voudrais, en introduction à nos travaux, concentrer mon intervention sur la problématique des assemblées générales d'actionnaires.

2009 est l'année de la transposition de la directive sur le droit des actionnaires, qui a pour double objectif :

- ▶ de faciliter l'exercice des droits de base des actionnaires dans les assemblées générales des sociétés,
- ▶ mais aussi de résoudre les problèmes que pose l'exercice transfrontalier de ces droits, en particulier le droit de vote.

Nous avons travaillé avec la Chancellerie sur les textes d'application.

Cette directive avait été précédée, en 2003, d'une autre directive dite "transparence" qui avait favorisé l'information des actionnaires avant l'assemblée générale.

S'agissant de la France, la Loi NRE du 15 mai 2001

Introduction

avait fixé un cadre juridique favorisant l'exercice du droit de vote en AG.

Pour sa part, l'Autorité des Marchés Financiers a constitué fin 2004 un groupe de travail sous l'autorité d'Yves Mansion, qui a formulé, dans un rapport publié en septembre 2005, 24 propositions pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France.

Enfin, l'harmonisation de la date de transfert de propriété, instaurée en France en avril 2006 a permis d'inscrire la Place de Paris dans le concert des grandes places financières internationales, rejoignant le standard de T+3, et a rendu possible la mise en œuvre de ce que l'on appelle la record date à la française à J-3 de la date de l'assemblée générale.

Les législateurs et l'industrie financière ont ainsi créé les conditions propices à la modernisation et au développement du vote par les actionnaires.

L'harmonisation européenne est un objectif fort que nous poursuivons. Dans ce contexte, je rappelle que les assemblées générales sont organisées en France dans un cadre sécurisé, et qu'elles disposent d'un fort pouvoir délibérant. Elles sont un événement important dans la vie des sociétés. Leur organisation revêt donc, dans leur dimension logistique, un caractère stratégique lié aux enjeux de gouvernance. Par ailleurs, c'est l'actionnaire, propriétaire des titres au moment de l'assemblée générale, qui vote.

Nous accordons beaucoup d'importance au respect de ces principes et de ces pratiques, qui garantissent, tant pour les Émetteurs que pour les actionnaires, un niveau élevé de qualité et de sécurité au service de la démocratie actionnariale. Les intermédiaires financiers sont les garants du respect du droit des actionnaires. Ils attestent de la réalité des positions titres inscrites en compte et sécurisent les opérations tout en assurant la circulation des informations.

Les pratiques évoluent sans cesse, et c'est une nécessité. Nous sommes ainsi passés du blocage des titres à l'attestation de participation,

nous avons la capacité de mettre en place la signature électronique, et nous travaillons sur des techniques de dématérialisation des formulaires, et des votes, susceptibles d'accroître le taux de participation, et améliorant la sécurité des process. Enfin, le vote en assemblée générale est assuré aujourd'hui dans des conditions de confort et de sécurité satisfaisantes.

Pour résumer nos priorités, je dirais que la suppression du papier est un premier objectif.

Nous faisons éditer chaque année une bonne dizaine de millions de bulletins de vote par correspondance et nous les adressons au domicile des actionnaires.

Le développement durable nous incite à nous inscrire dans une autre logique, plus respectueuse de l'environnement, mais également plus sûre et moins coûteuse. On imagine aisément le nombre de manipulations et d'erreurs liées au traitement du papier, et le budget correspondant.

Nous visons également à éviter la centralisation des formulaires de vote papier le jour des assemblées générales. Aujourd'hui, il nous faut apporter sur place tous les documents nécessaires à l'assemblée, de sorte qu'ils puissent être consultés sur demande des actionnaires.

Notre second objectif, c'est la création d'un système central de vote pré-assemblée dématérialisé, utilisant les techniques de sécurité mises en place par les teneurs de comptes conservateurs, sur leurs sites de banque en ligne, et s'appuyant sur une urne de vote cryptée, le tout étant géré par un opérateur.

Dans ce domaine, des offres apparaissent sur le Marché, et c'est une bonne chose. Il nous appartient d'être présents sur ce segment d'activité, et de mettre en relation nos clients corporates et nos investisseurs finaux, dans une approche technique compatible avec les différents médias possibles: le papier

qui demeurera encore longtemps l'un des vecteurs dans ce domaine, le vote internet, et ce, pour les actionnaires résidents comme pour ceux installés au-delà de nos frontières. Nous n'oublions pas, en effet, la dimension européenne voulue par la directive.

Il est temps de proposer la mise en place d'un dispositif industriel qui permette de passer résolument au numérique, qu'il s'agisse des échanges de supports entre teneurs de comptes et centralisateurs, ou de vote électronique pré-AG.

Je propose à Maître Goutay de rejoindre la tribune.

Je vous remercie de votre attention.

Bonne conférence. ■

Le droit des investisseurs et leur exercice dans l'environnement communautaire

Philippe GOUTAY, Avocat à la Cour,
Freshfields Bruckhaus Deringer LLP



Merci Monsieur le Président.

Vous m'avez donné un sujet ambitieux et complexe : les questions d'exercice des droits des investisseurs sur leurs titres se trouvent aux confins de différents systèmes juridiques et de droits (droit civil, droit commercial, droit financier, droit de l'informatique...). On imagine facilement qu'au niveau communautaire, chercher une harmonisation sur ces sujets-là est une tâche particulièrement ardue.

Les interrogations relatives au droit des investisseurs et leur service dans l'environnement communautaire résultent historiquement du rapport Giovannini de 2001 qui avait eu une approche assez technique pour essayer d'identifier les barrières - on voit dans la terminologie utilisée le côté assez pragmatique de l'approche - qui pouvaient freiner la circulation des titres au sein de l'Union Européenne. Sur le sujet qui nous intéresse aujourd'hui, deux barrières avaient été identifiées, qui constituaient un frein à cette circulation :

- ▶ barrière 3: l'absence de règles nationales harmonisées relatives à l'exercice des droits des investisseurs, aux droits sur les titres et à leur conservation.
- ▶ barrière 13: l'absence de réglementation européenne relative au transfert des titres.

Dans le cadre de la barrière 3, vous constatez que l'exercice des droits de l'investisseur était vu non pas d'une manière autonome et comme un sujet indépendant mais comme un élément qui allait de pair avec, d'une part les droits que peuvent avoir les investisseurs sur les titres et, d'autre part la problématique

que la conservation peut engendrer quant à l'exercice de ces droits.

Trois problématiques engendrées par la question de l'exercice transfrontalier de droits avaient été identifiées en 2001 :

1. la nature variable des droits sur les titres

Au-delà du fait que l'on ne parle pas la même langue entre les différents pays, il y avait des concepts de droit sensiblement différents. Certains pays parlent de droits réels sur les titres de nature individuelle ou de nature collective, d'autres pays ont une logique un peu différente que nous qualifierons de droit de nature personnelle et tout cela avec une infinité de variantes en fonction de ces différents systèmes. On ne parle pas de la même chose selon les pays lorsque l'on est titulaire / propriétaire d'un titre.

2. la représentation des titres

- ▶ La France, pour le coup avant-gardiste, avait dématérialisé ses titres depuis le 5 novembre 1984 (à noter que cette dématérialisation est toujours complète et obligatoire).
- ▶ D'autres pays ne connaissent pas ce caractère obligatoire et complet, on a donc des systèmes mixtes avec un global certificate qui figure dans un coffre ou chez un dépositaire central et puis ensuite dans le reste de la chaîne on a quelque chose qui ressemble à une écriture en compte. Cela rappelle la Sicovam avant 1984 mais l'assimilation n'est pas toujours facile à faire.
- ▶ Pour d'autres pays la dématérialisation

n'est pas encore intervenue et des titres sous forme papier circulent encore.

Que l'on ait un titre papier, un titre qui a une représentation en compte mais une représentation papier ailleurs ou un titre complètement matérialisé, cela mène à des analyses juridiques différentes.

3. les droits résultant des actions

Les actions sont des titres émis par des sociétés et sont soumises à la loi qui s'applique à l'émetteur. Quand vous parlez d'une action, vous parlez d'un droit qui résulte de celui de l'émetteur et d'un ensemble de droits que la *lex societatis* prévoit. Si on voulait une harmonisation totale et complète et avoir de ce point de vue-là une facilité la plus parfaite de circulation, il faudrait harmoniser le droit des sociétés dans chaque pays pour que lorsque l'on parle d'une action, on sache exactement les droits qui sont rattachés à cette action or là aussi même si la société européenne existe, son utilisation est encore assez réduite, et par conséquent quand on parle d'une action et là on est plutôt sur le domaine des droits qui résultent du titre, on constate que là aussi on a des divergences. S'il fallait harmoniser de manière complète ces sujets-là, il faudrait harmoniser le droit des sociétés de tous les pays.

Répondre à la question « comment apprécier et analyser l'exercice par un investisseur des droits dont il est reconnu titulaire », c'est donc répondre à trois questions : qui, quels droits, comment ?

Cette présentation repose essentiellement sur trois textes :

Le droit des investisseurs et leur exercice dans l'environnement communautaire

- ▶ la directive 2007/36 CE du 11 juillet 2007 qui est venue apporter sa pierre à l'édifice de la manière la plus précise mais peut-être aussi la plus limitée en termes de champ d'application qu'est l'exercice de certains droits de l'actionnaire. À noter que dans cette directive il est surtout question du droit de vote;
- ▶ le rapport du Legal Certainty Group (LCG) d'août 2008 qui est venu de manière un peu plus large couvrir la question : « quelle est la nature des droits des investisseurs sur les titres? » en essayant d'apporter une réponse uniformisée. Nous avons constaté dans les débats qu'il était difficile de répondre à cette question sans s'interroger sur la nature des droits dont on parle.
- ▶ la consultation de la Commission Européenne du 16 avril 2009, qui est un ballon lancé dans l'espace pour savoir quelles sont les différentes sensibilités des États Membres sur la directive qui devrait intervenir à la fin de cette année sur le droit des titres. Pour répondre à la question de savoir comment appréhender l'exercice des droits par les investisseurs, la Commission européenne a commencé par le texte le plus précis (droit des actionnaires), pour envisager aujourd'hui l'adoption d'un texte dont la portée est plus large (régime des titres dématérialisés). Peut-être que la manière la plus logique eût été de commencer par le texte le plus large pour finir par le texte le plus étroit, mais certaines contraintes politiques ont influé sur l'agenda prévu.

Voici les trois principaux éléments de réflexion que le droit communautaire nous propose.

1. Qui exerce les droits ?

Juridiquement, répondre à cette question revient à répondre à la question : « qui est titulaire d'un droit? ». Beaucoup de pays ont un terme qui a un sens comparable, on parlera d'entitlement dans le droit anglais et on parle de titularité en France.

La titularité est le fait de rattacher un droit à une personne, c'est-à-dire reconnaître à une personne l'aptitude à être titulaire de droits qu'elle va pouvoir exercer. À cet égard, le lien entre la personne et le droit se matérialise dans le concept de titularité. Dans la nature

de cette titularité, on peut distinguer deux types qui sont assez différents :

▶ le droit réel

Il se caractérise d'abord par une distinction entre le droit et son objet. Ce droit est bien évidemment applicable lorsqu'il porte sur un objet corporel ; on imagine bien avoir un droit sur une table, sur une chaise, sur une voiture et on distingue facilement la chose et le droit.

D'autre part, la propriété a un caractère très particulier qui est l'exclusivisme, c'est-à-dire une sorte de devoir d'abstention de tout un ensemble de personnes, généralement des sujets de droit, qui se voient interdire d'exercer certains droits. Par exemple, dans l'usage et la faculté de disposer d'une chose, seul le propriétaire d'un droit réel bénéficie exclusivement de ce droit.

Le dernier élément important est l'opposabilité naturelle. En effet, généralement dans les différents systèmes juridiques, l'opposabilité du droit réel repose sur la détention, sur une situation de fait. Quand vous êtes possesseur d'une chose, vous n'avez pas besoin, sauf régime spécial, d'inscrire auprès d'un registre spécifique le fait que vous êtes propriétaire d'une chose. On a ce que l'on appelle une opposabilité *erga omnes* qui est valable à l'égard de tous sans un formalisme ou des procédures particuliers.

▶ le droit personnel

De manière assez remarquable, le droit personnel présente une certaine opposition par rapport aux différents critères du droit réel. Le premier, là où on distinguait un droit et une chose, on constate que pour le droit personnel on a une contingence du droit à l'exécution d'une prestation par un tiers. Dans le droit personnel, on ne distingue donc pas véritablement une chose et un droit. On a un droit qui en fait dépend très intimement de la prestation qui doit être réalisée par un tiers. Et dans cette approche on constate que si cette prestation ou, disons le débiteur disparaît, j'ai à la fois le droit et à la fois l'objet de ce droit qui disparaissent. Pour certaines questions que l'on peut se poser sur les problématiques de l'exercice du droit, on ne peut raisonner de la même manière suivant que l'on est en présence d'un droit réel ou d'un droit personnel.

Corollaire de cette idée, le droit personnel étant contingent d'une personne, il n'y a pas la notion d'exclusivité. On ne peut pas évidemment rendre une personne débitrice d'une prestation de manière exclusive. Par exemple, quand une personne vous doit de l'argent, elle vous le doit sur la base de son patrimoine général. Vous avez donc un gage général qui n'est pas identifié à une fraction de son patrimoine parce que vous n'avez pas un droit exclusif, qui est plutôt l'apanage du droit réel.

Dernière caractéristique du droit personnel, c'est son opposabilité qui, essentiellement en présence d'une cession ou d'un transfert, est généralement subordonnée à des circonstances qui parfois, pour prendre le cas français, reposent sur un formalisme. Là aussi, on comprend qu'en fonction de la nature du droit, les conséquences de ce transfert et la manière de le rendre opposable ne vont pas être appréhendées de la même manière. Vous voyez déjà que lorsqu'un pays parle de droit réel quand il évoque le droit d'une personne sur un titre ou qu'un pays parle de droit personnel, on peut avoir des conséquences opposées sur un certain nombre de sujets.

Le Legal Certainty Group qui s'est penché sur la question a révélé un certain nombre d'ambiguïtés qui découlent de cette problématique : « qui est titulaire des droits? » J'en ai repris essentiellement trois qui vous expliqueront pourquoi les juristes, parfois au sein d'un même pays, peuvent avoir des analyses divergentes.

La première est qu'il n'est parfois pas évident de parler de la propriété d'un titre négociable. De manière assez schématique, un titre négociable est essentiellement un titre qui a certes une faculté de transmission facilitée par la clause négociable qu'il comporte, mais qui à la base est un titre qui reflète un droit personnel. Une chose n'est pas évidente conceptuellement : parler de la propriété d'un titre qui, en fait, rapporte la preuve d'un droit personnel. Pour prendre le droit français, parler de propriété d'un droit personnel est un non-sens, on est propriétaire d'une chose mais pas d'un droit personnel, on peut être créancier d'un droit personnel mais on n'en est pas propriétaire.

Or on constate aujourd'hui qu'on n'a pas de difficulté, notamment en France, à parler de propriété d'un titre négociable, a fortiori on parle, et c'est **la deuxième ambiguïté**, de la propriété d'un titre dématérialisé. Pour certains pays il faut avoir conscience que c'est source d'une incompréhension encore plus grande. Lorsque l'on évoque une chose dématérialisée, la propriété, notamment lorsqu'elle se limite à des choses corporelles, n'est pas envisagée dans certains pays comme étant applicable. Au-delà des mots, il y a une vraie difficulté conceptuelle. Pour les pays anglo-saxons, qui ont une approche pragmatique et empirique du droit, s'il n'y pas de chose corporelle, la propriété sur un tel objet apparaît comme quelque chose d'un peu étrange.

Troisième ambiguïté, qui pour le LCG constitue une difficulté, dans les différents pays qui ne connaissent pas la même nature de droit entre un titulaire et un titre, on constate que si on ne parle pas la même langue sur ces sujets-là, que ce soit pour la nature des droits, la manière dont on les exerce et quels droits je vais exercer, on va connaître des difficultés. Pour ne citer que le cas français, il faut avoir conscience que nous sommes, si ce n'est atypique, d'un point de vue conceptuel juridique, particuliers car nous n'hésitons pas à parler de propriétaire d'un titre dématérialisé et cette propriété peut être exercée directement à l'égard d'un émetteur. On a donc une logique de transparence alors même que dans la mécanique de conservation, il y a des intermédiaires. Là aussi pour certains pays, quand on parle d'intermédiation avec un droit personnel, évidemment, on constate a priori qu'on a une rupture à chaque transfert or si on se dit : « J'ai une logique réelle » avec l'idée d'exclusivité, je dois pouvoir exclusivement exercer le droit auprès de l'émetteur. On comprend que la succession de chaînes dans la conservation des titres rend plus compliqué de parler d'un droit de propriété sur des titres qui font l'objet d'intermédiations successives. Parler en plus d'un droit direct à l'égard de l'émetteur, au niveau européen en tout cas, ce n'est pas quelque chose qui est facilement admis.

Voilà les trois problématiques au niveau du LCG qui révèlent cette différence de nature et qui renvoient à la problématique de "qui est titulaire?" et à cette question de la nature de la titularité.

La particularité du système français est donc d'être dans une **logique dématérialisée**, une logique où on parle de propriété et donc de titres inscrits en compte. On repose aujourd'hui sur un principe de présomption c'est-à-dire que le titre inscrit à un compte titre n'est pas la propriété irréfragable ou définitive du titulaire de ce compte, simplement le titulaire en est présumé propriétaire sauf si on rapporte la preuve contraire et que cette présomption peut alors être inversée. On ne raisonne pas à droit constant et au regard de la jurisprudence, on n'est pas avec un droit complètement établi par l'inscription des titres au compte titres du titulaire.

Autre élément auquel le droit français est très attaché, **c'est le caractère exclusif**, qui a très souvent amené la France dans les différents forums étrangers à s'assurer que dans l'exercice des droits qui peuvent être ceux d'un propriétaire, cet exercice ne doit pas souffrir d'une intermédiation. En tout cas, il ne doit pas y avoir de phénomène de rupture : cet exercice doit être le plus direct possible ce qui est une particularité dans une certaine mesure que d'autres pays connaissent aussi. D'un point de vue pratique, cette logique de pouvoir exercer un droit directement auprès d'un émetteur n'est pas toujours facile à mettre en œuvre. Les différentes présentations qui suivront la mienne confirmeront que les choses ne sont pas aussi simples.

Dernier élément sur ces questions - et vous verrez que je n'ai pas cherché à trancher le problème au niveau européen, **c'est de savoir quelle est la nature de ce droit**. Pour donner une idée des différences que l'on peut observer entre le droit français et d'autres systèmes juridiques, on dissocie de manière assez nette le droit de propriété du beneficial owner. Le legal owner est assez fréquemment la personne la plus proche de l'émetteur. Typiquement avec l'exemple anglais, le legal owner serait le nominee inscrit dans les livres du registrar. L'émetteur connaît donc directement cette personne et cela s'arrête là. En effet, en droit anglais, on parle essentiellement de droits qui sont de nature personnelle et donc le débiteur direct est celui qui est dans le registre.

En revanche, en deçà de la chaîne, les Anglais

ont par ailleurs d'autres concepts qui sont plus récents pour nous comme le trust ou la fiducie. Ils ont ainsi la faculté de gérer la position d'une personne tierce en l'occurrence le beneficial owner qui se voit reconnaître certains droits sur cet actif qui est détenu de manière légale par le legal owner, tout en n'étant pas connu de manière directe par l'émetteur. On observe, comme aujourd'hui la fiducie nous le révèle un peu, une dissociation entre le propriétaire facial, celui qui est en apparence le propriétaire mais qui économiquement n'est pas le véritable propriétaire et par une mécanique de fiducie ou trust, cette personne est redevable d'un certain nombre d'obligations auprès de la personne propriétaire. Par conséquent, un certain nombre de dissociations que nous ne connaissons pas en France existent et révèlent la difficulté de rapprochement entre les systèmes au sein de l'UE.

2. Quels droits ?

Si l'on remonte au rapport Giovannini, ce dernier précise qu'il existe une disparité dans la nature de ces droits entre les actions et les obligations. Les actions sont essentiellement tributaires du droit des sociétés et donc d'un droit essentiellement national là où en revanche les obligations sont régies par un droit qui peut être différent du droit de l'émetteur. On constate par conséquent une différence d'approche possible avec d'un côté l'exercice de droits sur des actions qui sont assez contingents des différents pays au sein de l'UE et de l'autre, l'exercice de droits sur des obligations qui peuvent être plus facilement assimilés ou rendus équivalents. Trouver des solutions communes sur ces sujets n'est donc pas facile.

Un des seuls textes qui a véritablement tranché cette question est la directive sur le droit des actionnaires. Elle s'est limitée au droit de vote car il n'a pas été tenté via ce sujet de trancher l'ensemble de la question de l'exercice des droits qui peuvent résulter d'un titre car on a bien conscience qu'on parle de droits soumis à des droits différents. La consultation d'avril 2009 sur le droit des titres elle aussi a été prudente. De manière assez générale, identifier dans leur exhaustivité les droits qui résultent de l'inscription d'un titre en compte est compliqué car ce droit dépend du droit de l'émission. Il est sans doute très compliqué

Le droit des investisseurs et leur exercice dans l'environnement communautaire

d'essayer d'uniformiser, pour tous les titres en Europe, les droits qui résulteraient du titre car ceux-ci peuvent varier pour les actions d'un pays à un autre en vertu d'une différence entre les droits des sociétés.

Autre élément à conserver à l'esprit et qui rend compliquées les problématiques d'unification et de facilité d'exercice, ce sont **les différentes natures de droits**. Schématiquement, on a des droits patrimoniaux et des droits extra-patrimoniaux.

Les droits patrimoniaux ne posent généralement pas trop de problèmes. Ce sont des droits que l'on peut ramener à des droits de créance. Ainsi jusqu'à leur versement ou à leur attribution, on n'a qu'un droit de créance vis-à-vis de l'émetteur; il y a donc une certaine équivalence entre les différents systèmes juridiques. L'intérêt économique est par ailleurs facilement transmissible d'un intermédiaire à un autre jusqu'au propriétaire. Autrement dit, verser un dividende d'un intermédiaire à un actionnaire en ayant deux, trois ou quatre intermédiaires, ne change rien financièrement. Le sujet ne se pose pas de savoir quelle a été la chaîne entre les intermédiaires. Se pose évidemment la question des risques et de la solvabilité des intermédiaires mais en tout cas, sur la satisfaction du propriétaire, le sujet est relativement neutre, le propriétaire a reçu son argent, il n'y a donc pas de sujet.

En revanche, pour **les droits extra-patrimoniaux**, le sujet est plus délicat. Quand les droits peuvent être exercés de manière indifférenciée entre le legal owner et le beneficial owner, on peut comprendre que la solution n'est cette fois-ci pas anodine. Pour prendre le cas du droit de vote, si le legal owner est aujourd'hui essentiellement un intermédiaire ou une infrastructure, dire qu'il est titulaire du droit de vote est « choquant » d'un point de vue du droit français. En revanche se dire que le beneficial owner ne bénéficie pas directement de ce droit pose également un vrai problème: est-ce que l'on doit autoriser un legal owner à voter à une assemblée et pas le beneficial owner?

Voilà pourquoi toutes ces questions sont interdépendantes. En fonction des droits, la titularité du droit est plus ou moins importante.

3. Comment exercer ces droits ?

La facilité d'exercice des droits a un intérêt car plus cet exercice sera difficile et plus les questions de savoir qui exerce ce droit seront anodines. En revanche plus l'exercice sera facilité et plus la sensibilité du titulaire du droit et de la nature devant être exercée aura une certaine importance.

Pour ce qui est des droits patrimoniaux, la manière d'exercer les droits est relativement indifférente: par exemple, être payé par un émetteur ou par un intermédiaire qui agit comme paying agent dudit émetteur est relativement indifférent. En revanche, on devine que pour l'exercice d'un droit extra-patrimonial, la problématique est plus sensible.

En ce qui concerne **le droit de vote**, la directive de 2007 a en fait révélé trois sujets particuliers qui mettent en exergue la sensibilité des questions qui se posent:

- favoriser l'exercice du droit de vote dans un environnement européen peut d'une certaine manière altérer la qualité de l'affectio societatis.

On peut citer deux exemples pour cela: le premier, la faculté de mandater toute personne pour voter alors que dans le cadre du droit français (avant la transposition de la directive), aujourd'hui seul un actionnaire peut l'être. On comprend que le mandataire n'a peut-être pas un intérêt économique et même s'il suit les instructions, on distend le lien entre celui qui exerce effectivement le droit de vote et celui qui est économiquement considéré comme ayant l'affectio societatis et qui devrait pleinement s'exprimer.

Le second s'attache à l'interdiction de tout blocage des titres pendant un certain temps précédant l'assemblée générale. Cela pose là aussi une question dans le cas français où quelqu'un vendrait des titres un ou deux jours avant une assemblée générale. L'autoriser à voter apparaîtrait un peu étrange alors que le jour où il vote il a déjà vendu ses titres et donc son intérêt et son implication dans la société paraissent assez limités.

- faciliter le droit de vote peut apparaître comme un objectif louable mais un certain nombre de garde-fous doivent être notamment prévus.

Pour cela, la directive sur l'exercice des droits des actionnaires a prévu un certain nombre de règles. Le mandataire doit révéler les risques éventuels de conflit d'intérêt qu'il peut avoir. Car soit la personne qui le mandate, soit les tiers, peuvent avoir un intérêt à savoir exactement ce qu'il en est. Dans la même logique il est nécessaire que le mandant donne des instructions spécifiques, parce que lorsque l'on ne raisonne plus dans une logique nationale mais dans une logique internationale, il peut y avoir des personnes qui vont se dire propriétaires ou titulaires mais qui ne le sont pas selon nos propres critères. On comprend qu'il faut prendre un certain nombre de précautions qui rendent elles aussi un peu plus complexe l'exercice effectif des droits.

- reconnaître à certaines personnes morales la faculté de solliciter spontanément et à titre de profession habituelle des votes est une activité peu commune en France.

Favoriser son développement doit amener un certain nombre de précautions en révélant notamment des conflits d'intérêts car dans des pays comme la France, où l'on souhaite avoir un lien assez direct entre l'émetteur et l'investisseur final, c'est un sujet important.

En synthèse, quand on répond à ces trois questions, on constate que la réponse à l'une d'elle interagit sur les autres. Ce qui est sans doute l'une des difficultés que révèle l'exercice de chercher comment harmoniser: on ne peut pas traiter ces différents sujets de manière séquencée ou séparée. Quand on répond à une question on commence déjà à influencer sur les réponses aux autres questions. Dans l'absolu, l'idée serait d'avoir un examen simultané de toutes ces questions et de ne pas séquencer leur analyse. Dans l'hypothèse de l'exercice des droits de vote, la directive sur le droit des actionnaires a tranché la question sur le fond. Mais on s'intéresse seulement aujourd'hui au titulaire de ces droits ou aux types de droits qui peuvent être exercés. Si les sujets ne sont pas traités dans un ordre logique, satisfaisons-nous cependant qu'ils soient tous aujourd'hui examinés par la Commission européenne.

Je vous remercie. ■

Les dernières avancées en matière d'assemblées générales et d'opérations sur titres

Laurent CHALIVOY, Market Infrastructures, Société Générale Securities Services Global Issuer Services



Je vais essayer pour ma part de vous présenter les principales évolutions en termes d'assemblées générales et d'opérations sur titres. Tout d'abord je vais vous présenter un petit focus sur ce qui a engendré ces évolutions. Bien sûr, il y a la concentration des infrastructures de marché, on entend par là le rapprochement des Bourses Euronext Paris, Bruxelles et Amsterdam et la construction de la plateforme des dépositaires centraux ESES qui regroupe les plateformes des dépositaires français, belges et néerlandais. Il y a aussi un certain nombre d'études et de rapports des différentes instances européennes: le rapport Giovannini évoqué par Me Goutay et la directive relative au droit des actionnaires notamment. Cet ensemble de rapports et d'initiatives a mis en avant la diversité des pratiques locales et la nécessité d'harmoniser les pratiques opé-

rationnelles en termes d'assemblée générale (AG) et d'opération sur titres (OST). Quelques premiers éléments d'harmonisation ont eu lieu ou sont en cours:

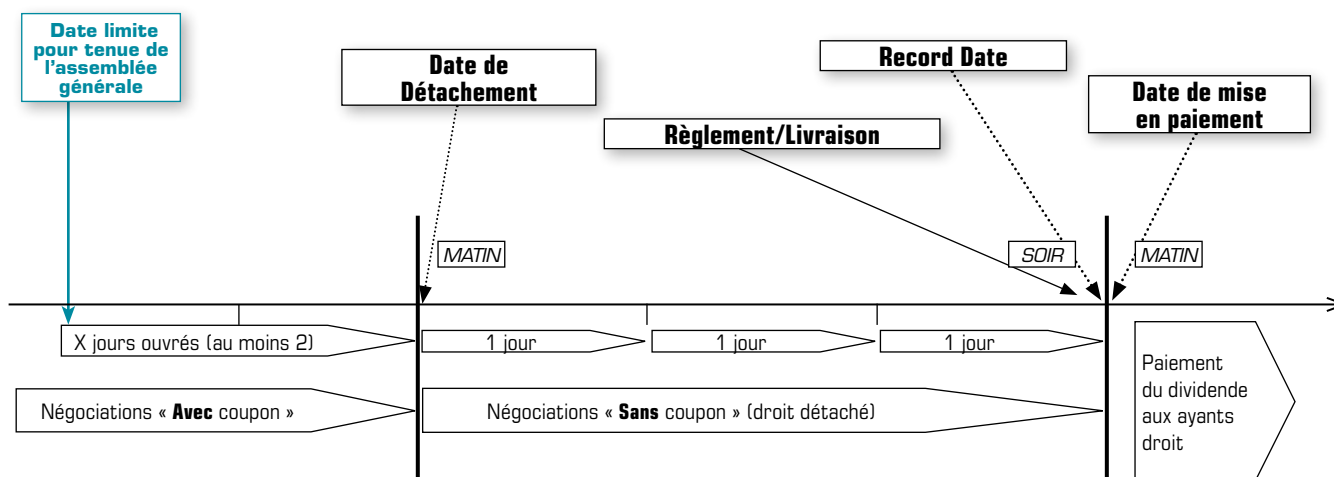
- ▶ le code valeur avec l'introduction du code ISIN, jusqu'alors les valeurs étaient référencées distinctement selon les différents acteurs. Depuis 2003 le code ISIN permet d'avoir une référence unique avec une norme internationale
- ▶ le transfert de propriété a fait évoluer la propriété des titres qui autrefois se constatait à la négociation et qui, depuis 2006, se fait à la date de dénouement des opérations. C'est donc à la date d'exécution à laquelle on ajoute le délai du cycle de règlement-livraison de trois jours.
- ▶ l'évolution de l'ordonnancement des phases des opérations, toujours en cours, avec

notamment la reconnaissance de la record date. Jusque-là ces phases étaient parfois confondues, elles ont été dissociées avec un ordonnancement des dates par classe d'opérations sur titres.

Les Opérations sur Titres

La nécessité d'uniformiser les principales caractéristiques et d'harmoniser les pratiques de traitement opérationnel s'est vite révélée comme un besoin incontournable. Par exemple, on a défini de façon explicite les dates des Opérations Sur Titres (OST): la date de détachement, la record date, la payment date... On a également défini différentes classes d'OST pour avoir un vocabulaire commun et unique entre professionnels et ordonner les dates par classe d'OST.

L'Ordonnancement des Dates



Les dernières avancées en matière d'assemblées générales et d'opérations sur titres

Sur le schéma, on retrouve l'ensemble des dates qui composent cette classe d'OST avec notamment :

- ▶ la date de détachement (« X date ») qui correspond à une date pour le marché car toutes les négociations effectuées après cette date de détachement se font sans avoir accès aux bénéfices qui sont attachés à cette OST. Par exemple, si l'on parle d'un paiement de dividende, un achat ayant lieu après cette date de détachement ne permet pas à l'acheteur de bénéficier du dividende
- ▶ la record date qui a une double caractéristique : à la fois une date technique pour le dépositaire central, car c'est la date à laquelle celui-ci va faire une photographie des positions de chaque teneur de compte conservateur adhérent ; et également une date juridique car le transfert de propriété intervient trois jours après le détachement
- ▶ la payment date, qui pour les distributions en espèces correspond à la date à laquelle les espèces sont mises en paiement par le marché.

La réforme sur l'ordonnancement des dates

La réforme sur l'ordonnancement des dates intervient à différents stades selon la classe d'OST à laquelle on fait référence.

▶ Distribution en espèces

La réforme est en place depuis novembre 2007 avec la mise en place d'ESES Stream 1.

▶ Distribution en titres

Nous ne sommes pas au même stade d'avancement. La réforme est en cours de validation par le CFONB avec une mise en œuvre prévue à horizon du 4^e trimestre 2010 pour SP Custody qui est l'étape postérieure à ESES du projet des dépositaires centraux du groupe Euroclear.

▶ Réorganisation.

Quelques cas particuliers

▶ Les teneurs de comptes conservateurs non-résidents

Depuis 2008, ils ont la possibilité de prélever à la source directement avec l'accord de l'administration fiscale française. Plusieurs

établissements ont déjà opté pour cette opportunité.

▶ Les OST de division

Elles ont une méthode spécifique dans le sens où vont cohabiter provisoirement deux méthodes opérationnelles au choix de l'Émetteur :

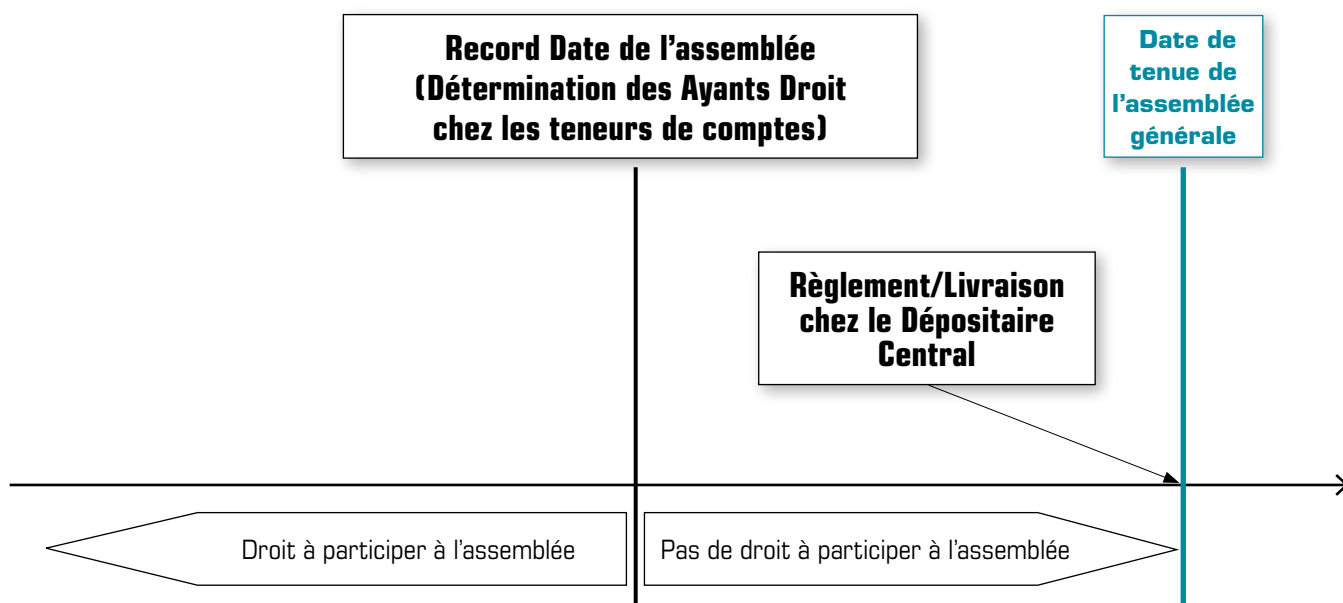
- changement de code ISIN
- sans changement de code ISIN.

Ces deux méthodes devraient cohabiter jusqu'à Target 2 Securities, le projet de plateforme de règlement-livraison de la Banque Centrale Européenne avec un horizon à 2013.

Quels avantages retenir de ces réformes ?

Elles permettent une réduction du nombre de régularisations entre teneurs de comptes conservateurs notamment pour les négociations qui sont réalisées entre la date de détachement et la record date. Il y a un cycle de 3 jours entre ces deux dates, les régularisations sont devenues atypiques entre ces deux dates ce qui facilite la vie du conservateur et du centralisateur.

Instauration d'une "Record Date"



La standardisation dans la définition des OST constitue une étape initiale vers un traitement automatisé des OST à la fois chez les teneurs de comptes conservateurs mais aussi chez les centralisateurs et chez le dépositaire central.

L'application des réformes pour la participation aux assemblées générales (AG)

L'instauration de la record date qu'il ne faut pas confondre avec la record date des OST : c'est une date qui a une vocation différente. Cette date existe chez le teneur de comptes conservateur et non chez le dépositaire central comme pour les OST.

La suppression de l'immobilisation des titres est une obligation pour les teneurs de comptes.

La date de détermination des ayants droit chez le teneur de comptes (record date)

La record date est née de la réforme du transfert de propriété. Un titulaire est propriétaire de ses titres à la date de dénouement de l'opération (3 jours après sa négociation). De fait, un titulaire pour pouvoir participer à l'assemblée générale doit avoir acheté ses titres trois jours avant l'AG. Cette date se situe donc chez le teneur de comptes conservateur. Le titulaire ne pourra pas participer à l'AG pour toutes les négociations qui interviendront après cette record date car il ne sera pas propriétaire le jour de l'AG.

Suppression de l'immobilisation des titres

Suite à l'instauration de la record date, la contrainte d'immobilisation des titres qui précédait l'AG a été supprimée. Le teneur de comptes conservateur continue néanmoins d'offrir un certain nombre de garanties à l'Émetteur :

- l'identification du titulaire : la validation de la quantité de titres et le nombre de droits de vote associés pour chaque titulaire ; la garantie de l'unicité du vote, un droit de

vote ne peut participer qu'une fois au vote d'une résolution

- mise en place des attestations de participation : un titulaire qui souhaite participer physiquement à une AG doit demander une carte d'admission à son teneur de comptes, si la carte d'admission n'est pas arrivée à temps chez le titulaire, il a la faculté d'aller voir son teneur de comptes et de lui demander une attestation de participation qui lui permettra de voter à l'AG
- information du centralisateur sur les cessions réalisées entre le vote du titulaire et la record date : cette obligation d'information échoit désormais au teneur de comptes conservateur.

Autres évolutions en cours ou à l'étude :

► Mandat à tiers

Il est issu de la transposition de la directive européenne « droit des actionnaires » : un titulaire qui souhaite donner mandat pour une AG est obligé de le confier à un titulaire lui-même actionnaire ou à son conjoint. Les instances européennes ont considéré que cette contrainte était trop restrictive et l'ont levée. À partir de janvier 2010, un titulaire pourra donner mandat à toute personne de son choix pour le représenter et voter à l'AG.

► Standardisation des circuits de l'information

Les instances européennes ont identifié la nécessité de pouvoir véhiculer les annonces des opérations sur titres via le dépositaire central. Il reste à déterminer le type d'informations véhiculées : la date, le lieu de l'AG ou peut-être davantage en fonction de ce que le marché attendra sur cet aspect des choses.

► Normalisation des formats supports de l'information

Si des standards sont mis en place, il est important de normaliser les formats d'échange entre les teneurs de comptes conservateurs et le dépositaire central.

Conclusion

Plusieurs éléments sont à retenir sur ces réformes :

- l'harmonisation des pratiques françaises se fait en accord avec celles des autres pays,
- le calendrier de mise en œuvre des réformes est dense,
- l'ensemble de ces réformes peut représenter un marché potentiel et des opportunités commerciales à travers l'Europe. ■

Développement du vote par moyens électroniques : une solution de la Place



Développement du vote par moyens électroniques : une solution de la Place

Première partie

Jean-Pierre PASQUIER, Responsable de l'Ingenierie Commerciale et des Relations de Place, BNP Paribas Securities Services

Bonjour à tous,

Le constat

Tout le monde connaît le vote papier par correspondance. C'est le moyen le plus pratique et le plus connu pour exprimer un vote en assemblée. Notre groupe de travail a constaté la volonté de la part de nos clients Émetteurs de faire participer en plus grand nombre les actionnaires à leurs assemblées générales. Par ailleurs, nous avons constaté une forte progression du nombre d'actionnaires pouvant être éligibles au vote en assemblée générale, ne serait-ce que parce qu'il concerne en premier lieu les actionnaires inscrits au nominatif et que la loi rend obligatoire la convocation à l'assemblée générale de tous les actionnaires inscrits au nominatif. Leur nombre, dans le capital des entreprises, a beaucoup augmenté du fait du développement de l'actionnariat salarié dans le prolongement des privatisations de 1986 et 1991.

En parallèle, le vote par Internet ne s'est pas beaucoup développé alors même que les moyens pour accéder à Internet se sont améliorés. L'accès à Internet est désormais démocratisé, tant chez les particuliers que dans les entreprises. Le matériel et les abonnements sont désormais d'accès facile. Les moyens d'exprimer un vote en assemblée se sont donc multipliés.

Les mandataires des Émetteurs ont pris des initiatives individuelles dans ce domaine pour répondre aux attentes du marché, plus particulièrement concernant l'actionnariat nomi-

natif mais aussi l'actionnariat porteur. En tant que représentant des Émetteurs mais aussi des investisseurs finaux, le groupe de travail a bien vu qu'il y avait un besoin. En partenariat avec l'ANSA et l'AFEP, l'AFTI a cherché à apporter des réponses prenant en compte l'enjeu et le développement de l'utilisation d'Internet. Je lisais ce matin une information selon laquelle 9 millions de contribuables ont fait leur déclaration via Internet. En trois ans, ce mode de déclaration a été multiplié par trois. J'espère que l'on arrivera à ces chiffres pour les assemblées générales.

Les pistes

Outre l'Internet, tous les modes d'expression sont possibles. Trois pistes ont été explorées :

- ▶ **Numériser les bulletins de vote par correspondance pour les intégrer dans les outils de reporting.**
Lorsque les sociétés organisent des assemblées générales en convoquant le plus grand nombre d'actionnaires, des centaines de milliers de formulaires papier reviennent dans les back-offices de traitement. La volumétrie papier est lourde, fastidieuse et coûteuse. Certains ont déjà choisi de numériser les bulletins pour en faciliter la gestion.
- ▶ **Dématérialiser les documents de convocation aux assemblées générales.**
- ▶ **Dématérialiser le vote pré-assemblée générale en recourant à un système électronique ouvert à tous les actionnaires quels que soient leur lieu de**

résidence et la forme des titres qu'ils détiennent : cette procédure facilite, par ailleurs, le vote des actionnaires non-résidents. En effet, autant il est aisé d'envoyer un papier dans les arrondissements de Paris, autant cette technique peut être aléatoire pour des actionnaires non-résidents.

Toutes ces prestations peuvent faire l'objet de sous-traitance.

Les objectifs

- ▶ **Favoriser la démocratie actionnariale**
Il s'agit d'un objectif qui honore les Émetteurs. Les chiffres à fin juin 2009 font état une nouvelle fois d'une progression sensible des quorums, lesquels atteignent 65 % de notre panel de référence, alors que par le passé avoir un quorum de 40 % tenait du miracle. Sur trois ans, l'évolution de la réglementation et les nouveaux outils proposés par les prestataires de marché ont permis de faire passer de 55 % à 65 % le taux de présence. La record date a été l'occasion de supprimer le blocage des titres et les entreprises ont intégré dans leur périmètre de réflexion le fait qu'il fallait aller chercher les actionnaires le plus loin possible y compris dans les contrées les plus retirées. Par ailleurs, les outils de retour pour les grands investisseurs institutionnels ont été améliorés pour permettre l'expression des votes en assemblée.
- ▶ **Sécuriser l'expression des votes**
Le teneur de comptes conservateur est celui qui connaît le mieux les positions détenues

par un actionnaire sur son compte titres ou son compte-courant nominatif. L'objectif principal est de permettre à celui qui sera amené à exprimer un vote de pouvoir l'exprimer sans ambiguïté. Il faut rapprocher si possible le vote avec les positions identifiées chez le teneur de comptes conservateur.

► **S'intégrer dans les projets d'harmonisation européenne**

De nombreux délais viennent s'intercaler selon les pratiques en vigueur dans les différents pays. Les circuits de vote sont différents selon la localisation du pays dans l'Union Européenne.

► **Réduire l'utilisation du papier dans de fortes proportions et dans le but de favoriser le développement durable**

Cela fait partie de nos objectifs de contribuer au sauvetage des forêts et d'économiser les transports producteurs de polluants.

► **Réduire les frais d'affranchissement dont les coûts ont explosé, notamment à l'international**

Cela permet également de réduire la facture finale pour les Émetteurs.

Le Vote Par Correspondance (VPC) sur papier pourrait être numérisé, ce qui permettrait de :

- Faciliter le traitement des retours des bulletins de vote et accélérer la disponibilité de l'information quelle qu'en soit l'origine.
- Fournir à l'émetteur une vision détaillée, normalisée et exploitable, des votes par résolution de chaque actionnaire grâce à la numérisation des VPC.
- Confirmer aux actionnaires institutionnels, post assemblée, leur participation au quorum.
- Ne plus déplacer les formulaires de vote papier le jour de l'assemblée, lesquels seraient remplacés par une image numérique et scannée des bulletins, opposable aux tiers. Les recommandations font que les Émetteurs doivent de plus en plus souvent publier les résultats à l'issue de l'assemblée. Le détail doit être réservé à l'émetteur mais son travail serait facilité si toutes ces informations étaient consolidées dans un seul outil.

Question de la salle

A-t-on une idée des délais avant la suppression totale du papier?



Laurent CHALIVOY

Je pense que l'on a besoin de la modification des textes via un décret.

On peut avoir deux interprétations :

- la première est audacieuse, les textes ne supposant pas d'avoir les documents attachés, il faudra simplement apporter une preuve. Si l'on rattache cet élément aux modifications du Code Civil sur l'idée de la preuve qui valident le format de la preuve électronique, on peut se dire que c'est possible
- si un actionnaire mécontent vient contester, il est difficile de prendre le risque de ne plus utiliser le papier. On ne devrait pas modifier les choses en l'état. Jean-Paul Valluet peut probablement confirmer ce point.



Jean-Paul VALLUET

Je me permets de donner des indications sur ce sujet. La question de l'authentification de l'actionnaire et de la signature électronique a déjà été évoquée en 2002 à l'occasion d'un vademecum publié par l'ANSA. Nous croyions naïvement avec certains représentants de la profession bancaire qu'un simple identifiant et un mot de passe suffiraient à identifier l'actionnaire, certains juristes ont montré que ce n'était pas le cas.

Nous avons donc obtenu du Gouvernement un texte en 2006 qui explicite le fait que si vous signez électroniquement, vous devez suivre le procédé décrit par le Code Civil avec un système de signature sécurisé conforme au décret du 30 mars 2001. De manière pratique, l'actionnaire doit donc suivre un procédé compliqué : s'installer devant son ordinateur, télécharger un certificat sécurisé et ensuite voter de manière électronique.

Ce texte a offert une autre alternative qui, moyennant une clause statutaire, a donc été créée pour expliquer que si vous n'utilisez pas le procédé du Code Civil au sens du décret de 2001, vous devez respecter les grands principes édictés par le Code Civil pour la signature électronique. C'est là où le bât blesse : on attend que le décret décrive ce procédé conforme aux principes du Code Civil or ce n'est pas le cas ; il a donc été demandé au Gouvernement de changer ce décret en explicitant le fait que cette clause ne doit pas décrire le procédé.

Développement du vote par moyens électroniques : une solution de la Place



Développement du vote par moyens électroniques : une solution de la Place

Deuxième partie

Jean-Pierre CARRAFANG, Directeur Général Adjoint,
CACEIS Corporate Trust

L'idée du vote Internet n'est pas récente. Aujourd'hui, nous sommes à un point où tous les acteurs de la Place ont pu désormais mûrir le sujet à leur niveau. On peut donc réfléchir à une solution de Place.

Je souhaite rappeler au préalable deux éléments structurants :

- ▶ En matière de vote des sociétés commerciales, « ce sont les actions qui votent ». Cela signifie que les actions sont déposées sur un compte titres, lequel est conservé chez un teneur de compte conservateur. C'est cet intermédiaire financier qui a la responsabilité d'identifier la « personne habilitée à voter », le détenteur des titres ou son mandataire. Il est donc au centre du dispositif pour valider le lien entre la personne habilitée à voter et le compte récepteur des titres.
- ▶ Un système de conservation totalement dématérialisé.

Depuis 1984, notre système est un système de conservation des titres et de règlement livraison dématérialisé, lequel a fortement structuré le cadre juridique. L'inscription en compte vaut transfert de propriété. C'est un système de comptabilité « matière » en partie double, les flux et les stocks de titres étant réconciliés chaque soir. À un instant donné, les titres ne sont physiquement qu'à un seul endroit, détenus chez un intermédiaire adhérent au Dépositaire Central. À cet instant, le « capital votant » est égal au capital émis réellement en circulation.

On oublie parfois que nous sommes une exception parmi les systèmes étrangers, une

sorte de village gaulois. Dans d'autres pays, les systèmes de conservation n'ont pas cette qualité. Ils sont généralement basés sur des systèmes de comptabilité matière en partie simple, où l'inscription en compte ne vaut pas transfert de propriété du fait de la déconnexion entre les flux et les stocks, réconciliés une fois par mois seulement. Ainsi, quand un prêteur de titres à New York prête ces titres, c'est le custodian qui livre les titres, mais ils restent toujours apparents dans le portefeuille du prêteur. Il y a donc une création artificielle de titres, ce que l'on appellerait en France « un tirage sur la masse ».

Il y a ce que l'on appelle de l'« overvoting structurel » dénoncé à juste titre par des organisations d'Émetteurs, car le capital votant n'est jamais égal au capital en circulation. Quand un acteur de la chaîne fait faillite, cela crée un risque systémique, non seulement pour le vote, mais pour la propriété des titres eux-mêmes.

Notre système de vote, qui s'appuie sur une comptabilité en partie double, n'est donc pas naturel ni pour beaucoup d'Européens ni pour beaucoup de juristes étrangers, mais il est efficace et très sécurisé dans ces périodes de crise.

Nous pouvons garder espoir quant à l'évolution des systèmes de conservation à l'étranger car trois États américains y réfléchissent actuellement :

- ▶ le Delaware
- ▶ la Californie (qui compte 80 % des titres américains)
- ▶ le Mississippi

Les Américains ont pris la mesure ces dernières années des risques systématiques inhérents à l'existence de coupures et de registres matérialisés comme source de propriété, localisés dans des centres de conservation physiques très vulnérables. Dans une des Twin Towers, il y avait de nombreux registres nominatifs de sociétés et des coupures globales. Cela a généré des suspens bien plus importants chez les intermédiaires financiers que les nôtres en 1987. Dans l'État du Mississippi, toute la conservation des titres a été noyée et les registres originaux totalement détruits. En Californie, il existe un problème de volumétrie que seule la bascule vers une dématérialisation totale des stocks et des flux parviendra à juguler.

Dans les pays où les titres restent matérialisés, les flux et les stocks n'étant pas réconciliés quotidiennement, les systèmes de conservation ne sont donc pas sécurisés et cela rétroagit sur le cadre juridique. Ces systèmes de conservation sont basés sur la technique du « nominee », contrairement au système d'Euroclear France, qui est un système « en réseau » où à tout moment on peut identifier chez qui sont réellement les titres, et in fine à qui ils appartiennent. Notre système ne génère aucun risque d'« overvoting ».

En matière de vote sur internet, ces deux dernières années, les débats se sont focalisés sur le problème de l'identification de l'actionnaire et de la signature électronique.

Techniquement, le processus est aujourd'hui lourd et coûteux avec l'utilisation des certificats car les sociétés/organismes agréés qui

délivrent ces certificats prennent des frais importants. Les juristes, se basant sur une directive européenne, ont ainsi recommandé de ne pas mettre plus de barrières pour voter en ligne que pour acheter et vendre des titres. On peut accéder à son compte titre avec un login et un mot de passe, plus « un secret » le cas échéant. Il serait donc disproportionné d'imposer le téléchargement d'un certificat pour voter alors que ce n'est pas nécessaire pour acheter et vendre les titres eux-mêmes.

Au-delà du certificat, il faut dépasser le simple débat sur la signature électronique, car le vote ne se limite pas à une case à cocher sur un site internet. Il faut un véritable système de vote sécurisé, ou plutôt « une chaîne sécurisée de vote ».

Le vote par internet créant un canal supplémentaire, le multi canal pose désormais la question des doublons. Il faut en effet vérifier qu'entre le vote papier, le vote en salle et le vote par Internet nous n'avons pas trois votes.

Dans le monde numérique, le prestataire de votes aura de plus grandes responsabilités car vont se superposer le droit de l'Internet, le droit du numérique et la responsabilité de devoir gérer techniquement des sources multiples de vote, en temps réel.

On retient donc deux idées à concrétiser : faire en sorte que l'on n'ait plus de certificat téléchargeable et dépasser les réticences à basculer dans le monde numérique.

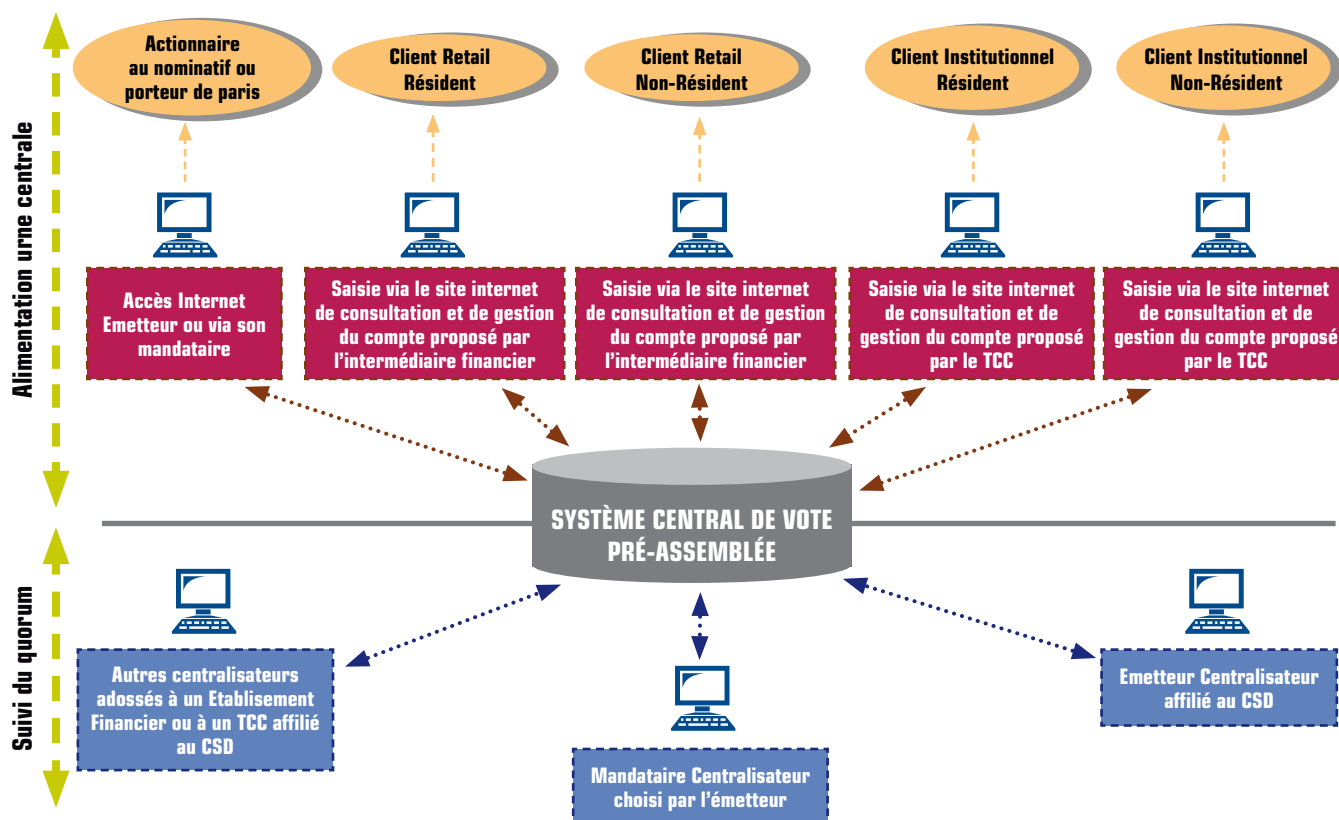
Dans le schéma ci-dessous, on revoit les principes que je viens d'évoquer. On retrouve le teneur de comptes nominatifs (sur la gauche) qui propose un accès à Internet et qui va avoir ce rôle essentiel de faire le lien entre l'internaute et les titres sous-jacents. Le système central de vote va faire la synthèse par des liens cryptés, assurer l'anonymat des positions et consolider l'ensemble des votes sur ce site. On voit le rôle important du centralisateur car il va faire la synthèse et sera l'interface

avec l'émetteur pour lui restituer l'ensemble des flux.

Le centralisateur doit également garantir qu'il n'y a pas de doublons et que tous les votes s'intègrent bien dans l'urne.

Nous allons ensuite faire un zoom sur la partie institutionnelle. Elle est très bien traitée dans le système français. Il y a en gros quatre établissements qui gèrent 95 % des comptes de non-résidents, ce sont des institutionnels qui se trouvent souvent derrière des Global custodians. Ils gèrent dans leurs livres les sous-comptes détail de plusieurs centaines de fonds de pension. Ils connaissent les noms des détenteurs finaux. Ils ont à tout instant une vision claire des positions des actionnaires finaux et rendent des services très sophistiqués car ils sont tous en concurrence les uns avec les autres (traduction des annonces des AG, traduction des résolutions, collecte des votes, relation avec le proxy advisor/collector) (voir schéma p14).

Schéma du système de vote pré-assemblée



Développement du vote par moyens électroniques : une solution de la Place

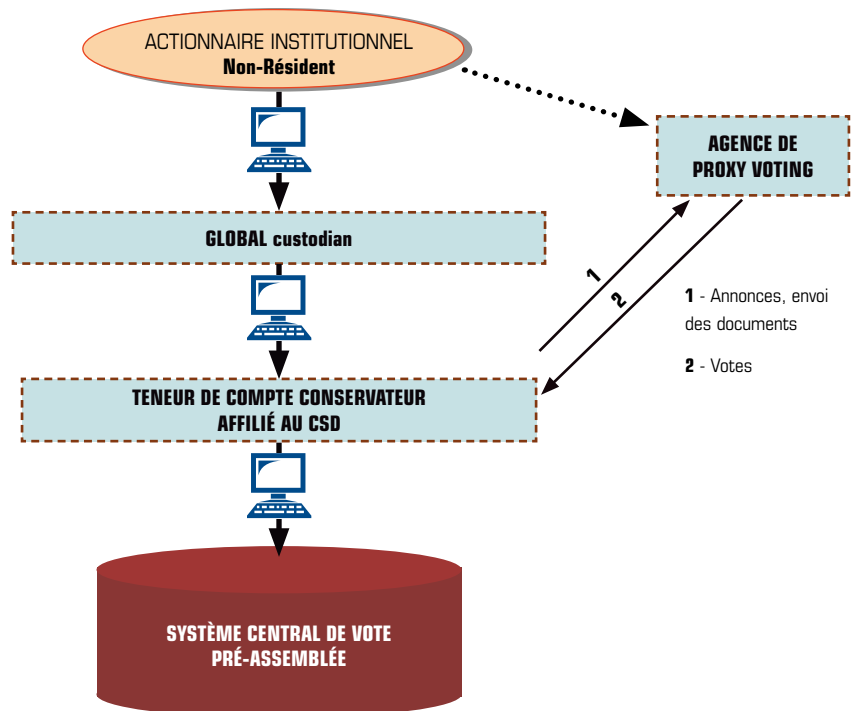
Sur la droite du schéma, apparaît une agence qui fait de la collecte et du conseil de vote. Des liens étroits se sont créés entre les conservateurs locaux et cette agence pour faire en sorte que lorsque les institutionnels vont voter ils le fassent sur la base des positions les plus récentes détenues sur les livres du teneur de comptes conservateur.

Grâce à ce lien avec le teneur de comptes conservateur, qui jusqu'à J-3 ou J-4 au soir, peut savoir très exactement la position détenue par le votant, l'annulation des votes peut être transférée au centralisateur en cas de cession des titres. Nous répondons bien à la loi selon laquelle à la record date nous devons disposer de la position correcte. Ce système donne aujourd'hui satisfaction et couvre une grande partie de l'ensemble des non-résidents institutionnels.

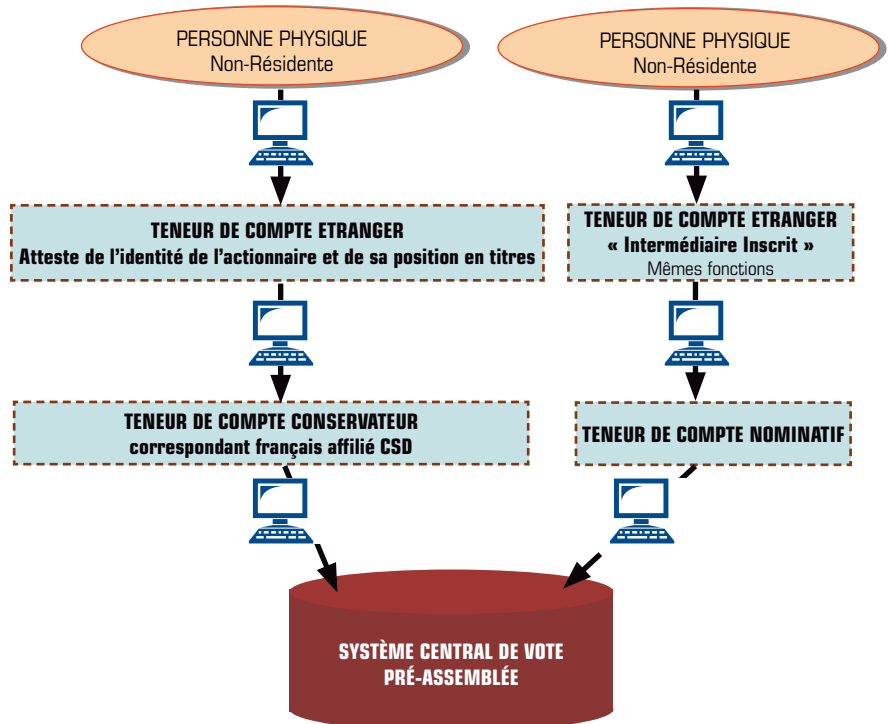
Deux cas peuvent concerner les personnes physiques non-résidentes:

- la personne physique qui détient ses positions titres chez un teneur de comptes étranger. Je ne suis pas certain que cet intermédiaire soit toujours en capacité de donner les informations sur les AG et de transmettre les documents de vote. Il n'est même pas certain que dans les droits de garde pris par le teneur de comptes étranger cette prestation soit incluse. En effet le vote en AG n'est pas une « opération sur titre » (OST) ordinaire. Une OST, c'est un événement sur le titre, alors qu'une AG est un événement qui concerne la société. Sur une OST, on peut penser que le teneur de compte va informer le titulaire parce que cela est couvert par les droits de garde, mais concernant un événement sur la société il n'est pas certain qu'il le fasse, tout au moins gratuitement.
- la personne physique qui détient des positions titres chez un intermédiaire inscrit, les titres seront au nominatif. Ce sont des écrans supplémentaires pour l'émetteur. Il faut donc mettre en place une pratique avec ces Intermédiaires Inscrits pour qu'ils déclarent les identités des personnes pour qui elles votent. Par ailleurs, le cumul des votants ne devra pas excéder la position globale (« overvoting importé », comme cela a été évoqué précédemment).

Schéma non-résidents institutionnels



Zoom personnes physiques non-résidentes



Ces problématiques seront renforcées par celle du mandat. Plus il y a de mandats, plus il faudra faire le lien entre le mandant qui a les titres et le mandataire. La situation va devenir complexe car le mandant devrait demander à l'agence de proxy voting la nature et l'étendue du mandat (impératif ou non, général ou limité à une AG donnée).

Les principes de sécurité

Le système de vote devra pour résumer respecter un certain nombre de principes :

- Authentifier les actionnaires, leur qualité à voter, les titres (et droits de vote) détenus, les bénéficiaires de mandats via les outils Internet existants des teneurs de comptes conservateurs

Ce principe renforce le lien existant entre l'actionnaire client et son teneur de compte conservateur

- Établir des liens cryptés sécurisés entre les outils et le système de Place (garantie du secret bancaire, assurance sur le lien quant aux actions et la personne habilitée à voter)

- S'appuyer sur Euroclear France et le système dématérialisé de conservation des titres qui garantit à tout instant, l'exactitude du « capital réel » et du « capital votant », à la record date notamment, et la propriété unique d'un actionnaire final. Nous sommes encore isolés sur ce point.

- S'appuyer sur les principes de la CNIL (hors anonymat) pour bâtir l'urne de vote.

Nous devons être rigoureux dans la construction des urnes et du système de vote en nous inspirant de ce qui se fait aujourd'hui avec la CNIL pour le vote anonyme notamment le vote de mutuelles ou des ordres professionnels (par exemple les avocats) qui votent de manière anonyme. Ils utilisent des systèmes sécurisés avec des prestataires de vote basés sur un login/mot de passe pour se connecter mais ils ont des systèmes auditable et sécurisés : c'est ce vers quoi il faut tendre.

Conclusion

- Une vision globale du processus de vote qui privilégie le numérique : il faudrait arriver à envoyer des documents par courrier simple avec un login/mot de passe pour les per-

sonnes connectées à Internet et, par défaut, demander la version papier des documents et des bulletins de vote. En cible, le papier doit être l'exception et l'Internet doit devenir la règle.

- Des technologies déjà opérationnelles, mais le droit commercial doit être aménagé en conséquence.

- Un business model qui s'appuie sur une réduction des coûts d'éditique et d'affranchissement, en contrepartie du coût du dispositif à mettre en place et à exploiter. Ces coûts se chiffrent en dizaines de millions d'euros (kits de vote, impression et routage). Lorsque nous avons 130 000 actionnaires nominatifs qui votent, ce sont des sommes très importantes qui pourraient être économisées.

- Un consensus de Place tous acteurs confondus (Émetteurs, teneurs de compte, communicants...) pour accélérer ce processus de mutation et de bascule vers le numérique.

Il reste quelques obstacles juridiques que l'ANSA, l'AFEP essaient de faire lever : il faut que nous puissions justifier d'un cadre juridique extrêmement sécurisé pour que les Émetteurs soient définitivement rassurés sur la sécurité de ces processus de vote, et sur l'impossibilité d'une remise en cause de la validité de leur assemblée.

- Un processus enfin qui s'intègre dans les évolutions européennes.

Le dispositif envisagé que nous venons de décrire va contribuer à renforcer la participation des actionnaires dans les assemblées générales.

Avec ce dispositif, nous défendons un modèle d'assemblées fortement délibérantes, favorisant l'affectio societatis avec une record date à J-3 très proche de l'AG. À la lumière de la crise récente, nous contribuerons dans ce monde numérique à la régulation et à la gouvernance du système via une expression techniquement et juridiquement sécurisée du vote par les actionnaires finaux.

Marcel RONCIN

- L'usage d'Internet s'est démocratisé pour les clients des banques et notamment pour le passage d'ordres en Bourse. Aujourd'hui,

entre les 2/3 et les 3/4 des ordres sont passés via le canal Internet. Il n'y a pas de raisons que l'on n'observe pas progressivement le même mouvement pour les votes.

- Nous sommes réputés pour mettre en place des systèmes sécurisés. Il faut garantir la sécurité du dispositif mais il faut que l'offre voie rapidement le jour. Le dispositif que vous avez présenté permet un excellent niveau de sécurité, il faut désormais savoir ce que le marché pense de ces initiatives. Il y a d'autres offres sur le marché, et c'est une bonne chose. Il est urgent de se positionner avec un appui du réseau des teneurs de compte conservateurs. C'est de leur sécurité dont il s'agit et de leurs contacts avec leurs propres clients. À mon sens, le dispositif tient bien la route, il reste à le promouvoir désormais.

Remarques de la salle

En tant qu'asset manager, notre priorité est d'avoir le feedback des ordres que nous transmettons. Les outils techniques que vous évoquez doivent permettre de dire si oui ou non l'actionnaire a participé à l'assemblée, si le vote a été réalisé et nous devons avoir les résultats très rapidement sur les assemblées. Tout cela serait une avancée importante pour le monde des institutionnels et des asset managers.

Pierre MAHIEUX, Euroclear

Je souhaite souligner que chez Euroclear France, nous apporterons tout notre soutien à ce genre d'initiative. Une question toutefois : est-ce que pour les conservateurs étrangers on envisage la même démarche pour leur offrir un accès à cette plate-forme centralisée de collecte des votes ?

La Tribune

Le système présenté a vocation à recevoir les instructions de vote transmises par tout conservateur, mais il s'adressera au marché français. Notre objectif est de permettre à tous les teneurs de compte, et dans un premier temps aux sociétés françaises qui ont un compte ouvert chez Euroclear France, d'avoir un accès au système. C'est un dispositif qui se situe dans la vocation européenne et qui suivra les futures évolutions. ■

Table ronde



Table ronde

Les attentes des Émetteurs, la réponse des mandataires d'Émetteurs centralisateurs et leurs projets

Animée par **Sylvie VERNET GRUOT**,
Senior Adviser Caceis et Animateur du Groupe Émetteurs de L'AFTI

Participants :

Françoise NIKLY CYROT, Directrice Générale ARLIS

Jérôme VACHERET, Responsable de la Stratégie de Développement International Credit Agricole Titres

Laurent CHALIVOY, Market Infrastructures, Société Générale Securities Services Global Issuer Services

Jean-Pierre PASQUIER, Responsable de l'Ingénierie Commerciale et des Relations de Place, BNP Paribas Securities Services

Guillaume NICHOLS, Responsable Actionariat Salarié, GDF SUEZ

Sylvie VERNET GRUOT



Un peu plus de deux mois après la conférence dédiée à l'harmonisation européenne du traitement des opérations sur titres, nous

allons aborder avec nos invités les attentes des Émetteurs dans ce contexte d'harmonisation européenne, et nous interroger sur les nouvelles perspectives et les défis auxquels se doivent de répondre les professionnels.

Philippe Goutay et Laurent Chalivoy ont évoqué des thèmes et chantiers impactant très directement les Émetteurs et leurs manda-

taires pour favoriser l'exercice des droits des actionnaires en assemblées générales et dans les opérations sur titres.

La Place a mis en œuvre des évolutions pour les assemblées: arrêté des positions à j-3, suppression du blocage et de l'immobilisation des titres. Elle a également défini les modalités opérationnelles à appliquer au traitement des opérations de distribution (en cash et en titres), et doit décliner celles relatives aux opérations de réorganisation. Ces travaux sont menés en relation étroite entre l'AFTI, l'ANSA les intermédiaires, le CFONB, les régulateurs et les infrastructures.

En matière d'assemblées, dans le droit fil des travaux menés par l'AFTI pour développer

le recours au magnétique au détriment du papier, un projet de Place vous a été présenté. Il a pour objectif de favoriser le développement du vote par Internet tout en contribuant au développement durable. Il s'appuie sur les réseaux bancaires pour optimiser la remontée des votes vers le centralisateur et répondre ainsi à l'attente des Émetteurs renforcée par la participation croissante des actionnaires aux assemblées.

Nous abordons une table ronde à laquelle deux grands Émetteurs nous font l'honneur d'accepter de participer, Françoise Nikly Cyrot d'ARLIS et Guillaume Nichols de GDF SUEZ. Après les avoir entendus, les teneurs de comptes et mandataires de Services aux Émetteurs

feront le point sur les dispositifs mis en œuvre et les projets étudiés pour répondre à leurs attentes. L'ouverture du capital des sociétés à un actionariat international tant de type individuel (salariés comme non salariés) qu'institutionnel, conduit les teneurs de comptes et mandataires d'Émetteurs à mettre en place des solutions innovantes face aux contraintes de type réglementaire et logistique inhérentes aux différentes catégories d'investisseurs.

Les opérations initiées par, et pour les Émetteurs, contribuent au dynamisme de l'ensemble de l'industrie du titre au sein de laquelle les services aux Émetteurs sont le pivot d'un dispositif chaque jour plus orienté vers l'international. Les mandataires d'Émetteurs participent activement à l'élaboration des évolutions de place et accélèrent la modernisation de leur métier. Ils apportent leur expertise et des dispositifs techniques et opérationnels régulièrement adaptés avec toujours pour objectif d'accompagner leurs clients Émetteurs.

J'ai maintenant le plaisir d'accueillir Françoise Nikly Cyrot, Directrice Générale d'ARLIS qui a bien voulu nous faire l'amitié de venir partager avec nous ses attentes en tant qu'Émetteur. Une chaîne de valeur va de l'Émetteur à l'actionnaire, à laquelle participent activement les teneurs de comptes et les services aux Émetteurs qui se veulent force de proposition face à leurs clients Émetteurs.

Françoise, quelles sont, à votre sens, les principales attentes des Émetteurs dans ce contexte d'harmonisation européenne notamment sur le thème de l'identification des actionnaires, quels sont leurs besoins? Pourquoi ces besoins ont-ils un caractère aussi stratégique?

Françoise NIKLY CYROT



Quand vous êtes Émetteur, votre objectif est de placer votre capital auprès d'investisseurs. Or le marché est extrêmement concurrentiel. Nous avons la concurrence des produits d'OPCVM, des produits structurés: avoir de l'actionariat en direct ce n'est pas forcément évident. Selon les Émetteurs, il n'y pas toujours

la même stratégie de placement. Par exemple, Air Liquide aime particulièrement l'actionariat individuel, d'autres préfèrent conserver un groupe familial qui contrôle la société. D'autres encore aiment beaucoup les investisseurs étrangers et les fonds américains. Très concrètement, on cherche tous à placer nos actions, à faire le marketing de nos actions auprès de tous ces investisseurs. Pour cela il faut connaître ses clients. Aujourd'hui en France, nous sommes relativement chanceux car nous avons deux outils à notre disposition: la valeur essentiellement nominative et le TPI. Néanmoins du fait de l'introduction dans nos lois de la notion d'intermédiaire inscrit, ces outils ont leurs limites car dès qu'on arrive sur des comptes d'intermédiaires inscrits dans lesquels sont logés les investisseurs étrangers, l'automatisation s'arrête et les Émetteurs qui souhaitent connaître le détail de ces positions doivent entrer en contact avec chacun des représentants de ces comptes « d'intermédiaires inscrits » pour négocier l'obtention d'un reporting. Ce processus qui fonctionne (pour Lagardère nous obtenons des réponses sur 80 % des positions d'intermédiaires inscrits) reste très coûteux et fastidieux.

Très concrètement, au niveau européen, tous les projets qui sont en cours peuvent être perçus comme des opportunités ou des menaces pour les Émetteurs. Cela dépendra du modèle d'intermédiation qui l'emportera sur le marché européen: un modèle du type anglo-saxon avec une notion de « legal ownership » (cf. Legal Certainty Group) ou un modèle à l'allemande ou à la française dans lesquels la possibilité est offerte d'inscrire les titres dans des comptes omnibus sans transfert des droits de l'actionnaire sur le représentant du compte; la consultation « Legal Certainty » qui vient de sortir semble nous diriger vers le modèle anglo-saxon: ceci est très dangereux car avec un tel modèle, les actionnaires peuvent être facilement déposés des droits dont le recueil de l'expression coûte cher aux intermédiaires comme les droits de vote par exemple. En revanche, si les textes du Legal Certainty prennent en compte dans leur rédaction l'existence d'une chaîne d'intermédiaires dont les rôles sont différenciés selon leur positionnement dans la chaîne: membre du dépositaire central,

teneur de compte de l'investisseur final, intermédiaire pur, et définissent correctement les obligations afférentes à chacun d'eux, alors seulement les Émetteurs auront les moyens d'imposer des systèmes automatisés de vote ou d'identification des actionnaires.

Target 2 Securities (T2S) est un projet magnifique pour l'Europe. Les Émetteurs ne peuvent qu'adhérer au projet car cela simplifie l'accès au marché. Les gros institutionnels qui veulent accéder à un marché peuvent y accéder au travers de la chaîne des intermédiaires. Cette chaîne est simplifiée par T2S car n'importe quel adhérent à un CSD domestique (dès lors que celui-ci aura fait le choix du règlement livraison via T2S) aura accès au règlement livraison de toutes les valeurs émises dans les CSD participant à T2S avec en toute logique des coûts réduits. Néanmoins, cela crée une couche supplémentaire d'intermédiation et si nous n'y prenons pas garde là aussi nous allons créer une nouvelle couche d'opacité pour transpercer les écrans de la chaîne des intermédiaires. Si les Émetteurs se mobilisent, ils peuvent réussir à obtenir la création de normes de communication des informations d'identification des actionnaires avec la BCE. En effet, T2S ne doit pas être réduit au règlement livraison: dans le cas d'une valeur essentiellement nominative pour laquelle tous les actionnaires sont inscrits dans son registre, la circulation des messages d'inscription ou de radiation selon une norme européenne (qui répondrait aux besoins des valeurs anglaises, allemandes et françaises par exemple) pourrait être intéressante.

Enfin le dernier gros projet qui nous touche en premier est SP Custody. Sur la partie connaissance des actionnaires, il n'y a pas d'impacts, toute la partie TPI/BRN n'est pas touchée. En revanche, SP Custody donne accès à des outils automatisés de centralisation. On espère une automatisation forte une fois tout cela mis en place. Les outils sont bien conçus mais il reste à voir s'ils couvrent l'intégralité des OST, car les Émetteurs sont créatifs! En synthèse, qui dit automatisation dit qu'en toute logique en tant qu'Émetteur on devrait avoir des coûts inférieurs d'une part et des délais de réponse raccourcis ainsi qu'un meilleur reporting d'autre part.

Table ronde

Sylvie VERNET GRUOT

Ceci nous permet de faire le lien avec l'exposé de Me Goutay sur les perspectives d'évolution de notre régime du droit applicable aux sociétés et au droit des titres. Cette harmonisation européenne permettra d'être plus accessible en transfrontière et permettra notamment à l'actionnaire d'exprimer plus aisément ses intentions. Une fois les investissements réalisés, on devrait globalement en tirer de réels bénéfices. Cela passe néanmoins par une certaine normalisation, le marché français est très imaginaire et un gros travail reste à faire par les acteurs du marché pour s'assurer que l'ensemble des OST « à la française » pourront être traités notamment grâce à la boîte à outils décrite par Laurent.

J'ai le plaisir d'accueillir Guillaume Nichols, Responsable Actionnariat Salarié Groupe GDF SUEZ. Je le remercie de nous avoir rejoints. Dans le contexte actuel des Marchés Financiers, les Français demeurent attachés à l'Actionnariat Salarié.

Guillaume, pensez-vous que la gamme actuelle de produits d'épargne salariale au sens large (épargne salariale classique, stock options, actions gratuites...) permet de couvrir les besoins d'un grand groupe mondial comme GDF SUEZ disposant de milliers de salariés à l'étranger?

Guillaume NICHOLS



L'actionnariat salarié de GDF Suez est d'environ 160 000 porteurs et cela représente 2,7 % du capital. GDF SUEZ a proposé à ses salariés quasiment partout dans le monde toutes les différentes formules existantes : actionnariat classique, actionnariat dans le cadre de la privatisation de GDF, actionnariat à effet de levier, stock options, actions gratuites.

Considérer indépendamment chaque dispositif à ses vertus, la difficulté réside dans la tentation naturelle d'empiler les systèmes. On se retrouve par exemple avec des bénéficiaires qui ont à la fois des stocks options et des actions gratuites ou encore des modes de détention directe ou indirecte avec des FCPE

ou des sociétés ad hoc créés au Luxembourg. Le tout pour un seul actionnaire, cela devient totalement ingérable.

L'utilité de ces dispositifs doit s'apprécier de manière globale dans le cadre d'une vision « compensation and benefits ». Il faut maîtriser tous ces dispositifs pour éviter la tentation des « mille-feuilles » quand on propose des produits bons indépendamment mais très vite indigestes quand on les empile.

Sylvie VERNET GRUOT

Guillaume, dès lors que l'on couvre un grand nombre de pays avec un nombre considérable de salariés actionnaires, quels sont les principaux challenges à relever pour la gestion de cet actionnariat? Quels sont les principaux axes d'amélioration souhaités?

Guillaume NICHOLS

► Opérations sur titres

Expliquer les opérations sur titres « à la française » à nos salariés est très complexe. Si je prends l'exemple de la récente fusion GDF-Suez, l'opération a été très mal ressentie par l'actionnariat salarié. Quand on a une parité de 22 pour 21 associée à un spin off de 1 pour 4, pour un salarié américain c'est totalement incompréhensible. Ce système français fonctionne bien mais, vu de l'étranger, est totalement surréaliste. Un autre exemple avec un salarié qui détient des rompus de Suez, ces rompus ne donnent pas droit à des dividendes mais dans deux ans ils seront indemnisés sur la base des dividendes réinvestis! L'enjeu est donc d'avoir une visibilité simple auprès des salariés. Les OST sont une vraie difficulté.

► Fiscalité internationale

On a malheureusement peu d'emprise sur ce facteur. Il faut coller au maximum à la fiscalité locale et essayer de trouver des niches quand c'est possible. Certaines entreprises réfléchissent à des plans d'actions gratuites à l'échelle mondiale. Cela se heurte à des difficultés locales assez considérables. On a pu trouver des niches dans certains pays comme l'Espagne, l'Italie et la Hongrie mais c'est très rare. Il faut essayer de réduire l'impact pour les bénéficiaires.

► Paiement du dividende

Les règlements internationaux ne sont pas

simples pour de nombreux pays et représentent encore des coûts élevés, surtout pour des faibles montants. Il faut donc mettre en place des procédures sécurisées et très économiques de règlement des flux. C'est aussi aux Émetteurs d'éduquer leur population salariée pour privilégier par exemple le virement bancaire au chèque qui est très lourd à gérer.

► Assemblées générales

L'envoi des kits de vote reste très lourd et cher – il faut développer le vote par internet pour encourager les actionnaires salariés à voter et optimiser les processus.

► Transparence du processus de gestion

C'est également un enjeu considérable. Chaque mécanisme a sa logique propre de fonctionnement sur le plan titres et est parfois un peu opaque. Si la transparence est totale, l'Émetteur peut mieux relayer les problématiques vis-à-vis du salarié. À ce titre, je suis convaincu que la transparence totale des circuits titres est primordiale et on a besoin d'un accompagnement RH pour en permettre une meilleure compréhension.

Sylvie VERNET GRUOT

Vous avez évoqué la fiscalité. Nous connaissons les difficultés rencontrées en matière d'harmonisation fiscale mais la Place y travaille ardemment. Nous avons l'habitude de monter avec nos clients Émetteurs des opérations salariales et nous savons que devoir prendre en compte chaque fiscalité nationale, notamment pour s'assurer qu'il est possible d'ouvrir l'opération aux salariés du pays concerné, représente du temps et des coûts. Nous allons peut-être devoir abandonner certaines spécificités françaises.

Vous avez aussi parlé du vote en assemblée générale. C'est un des thèmes que nous avons développé au cours de cette conférence avec un projet de Place dans lequel le moteur de l'action est le teneur de compte. Par son site, le teneur de compte va donner accès au vote à son client. Cela permettra d'accélérer tant la convocation que la réponse.

Après ce tour d'horizon des problématiques relatives à l'Actionnariat Salarié, j'accueille maintenant Laurent Chalivoy, Market Infrastructures Société Générale Securities Services Global Issuer Services.

Laurent, quels sont les enjeux des prochaines années en matière de gestion de l'épargne salariale ?

Laurent CHALIVOV



Guillaume a dit beaucoup de choses. Le prestataire, teneur de compte des salariés, devra pouvoir :

- ▶ administrer une grande variété de produits différents, « d'incentives » (des actions gratuites, des « phantom shares », des actions réservées aux salariés, français ou européens) en tenant compte parfois des spécificités locales,
- ▶ fournir à l'entreprise et aux salariés des reportings consolidés, même s'il existe différents prestataires (« one stop shopping »). Il est difficile d'avoir une vision consolidée à la fois pour l'Émetteur et le prestataire permettant une vue de l'ensemble de son épargne salariale pour le titulaire,
- ▶ être en mesure de gérer des plans larges d'Actionnariat Salarié (plusieurs dizaines de milliers de titulaires). D'autres contraintes pèsent sur les dividendes, les AG, les OST, la fiscalité. Il faut pouvoir suivre la mobilité interne, pouvoir suivre les mouvements de personnel entre pays et entre filiales.

Sylvie VERNET GRUOT

Je passe maintenant la parole à Jean-Pierre Pasquier, Responsable de l'Ingénierie Commerciale et des Relations de Place, BNP Paribas Securities Services. Jean-Pierre, vous qui vous intéressez au futur de l'Actionnariat Salarié, pouvez-vous nous faire un point sur les principaux sujets actuellement en discussion dans les Groupes de travail de Place pour répondre aux attentes des Émetteurs ?

Jean-Pierre PASQUIER



La Fédération des Associations des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS) avec quelques entreprises pilotes a mis en place un groupe

de travail qui a pour objectif de recenser les pratiques en matière d'Actionnariat Salarié. Le groupe a tenu une dizaine de réunions. Au stade actuel des travaux de ce groupe, il se dégage les mêmes sujets que ceux évoqués par Guillaume Nichols, à savoir la difficulté de gérer un périmètre élargi d'actionnaires avec des fiscalités, des droits des sociétés et des droits boursiers disparates. Chacun traite de manière très personnalisée ces sujets-là. A priori, chacun trouve des solutions puisqu'on voit que les plans d'Actionnariat Salarié sont nombreux et arrivent pour certains à échéance. Ce rapport prévu pour fin d'année 2009 devrait être plein d'enseignements pour les Émetteurs intéressés par ces sujets.

Les autres sujets de fond sur lesquels la FAS se mobilise portent sur la place de l'Actionnariat Salarié suite aux réformes sur la participation. Une grande partie de l'Actionnariat Salarié est adossée sur le réinvestissement de la participation. L'Actionnariat Salarié s'inscrit souvent dans la politique de l'entreprise de développer ce genre de détention. Par ailleurs, une autre réflexion concerne les véhicules les plus adaptés au moins sur le plan européen pour gérer au quotidien les avoirs des salariés. Je rejoins les idées du Groupe de travail qui reconnaît que le FCPE à la française a beaucoup de vertus. Promouvoir le FCPE « normé français » à l'échelle européenne nous permettrait de faire un grand pas dans cette voie pour les grands Émetteurs.

Il faudrait par ailleurs définir des règles de gouvernance du FCPE et les tirer vers le haut. Les Émetteurs souhaitent tendre vers une gouvernance partagée au niveau des conseils de surveillance. En général, 50 % des postes sont dévolus à l'entreprise et les 50 % restants sont mis au vote auprès des porteurs de parts, ce qui permet d'avoir une gouvernance partagée avec la représentation idoine des intérêts de chacun.

Il y a aussi la représentation des actionnaires salariés au sein des organes de direction de l'entreprise comme le conseil d'administration. Le seuil de 3 % était une première étape pour permettre une représentation au conseil d'administration, or deux statuts de représentation coexistent en la matière, certaines entreprises sont sous le régime de la loi de privatisation et bénéficient de règles

spécifiques et d'autres appliquent la nouvelle réglementation issue de la loi de 2006. Cette loi ouvre la porte aux actionnaires salariés. Les salariés détenant des actions de l'entreprise ont aussi l'opportunité de s'exprimer à travers les instances de gouvernance.

Sylvie VERNET GRUOT

En regardant les pistes qui sont analysées, on va retrouver le besoin exprimé par Guillaume en matière de vision à offrir à l'entreprise pour ses salariés sur l'ensemble de ses compartiments. On cherche à offrir au salarié une visibilité complète sur des avoirs de différentes natures gérés par différents prestataires. Le monde des Émetteurs est contributeur pour tout ce qui se trouve dans les comptes courants nominatifs purs des salariés.

Après avoir entendu les attentes exprimées par les Émetteurs, intéressons-nous maintenant aux teneurs de comptes qui, dans le cadre de l'exercice des droits de leurs clients investisseurs, sont confrontés à des problématiques liées notamment à l'importante volumétrie de certaines OST. Ils sont aussi amenés à mettre en place des dispositifs spécifiques d'organisation des « campagnes d'assemblées générales » participant ainsi pour le compte des Émetteurs, à l'amélioration de la relation avec leurs actionnaires et à la bonne fin de leurs opérations.

J'ai maintenant le plaisir d'accueillir Jérôme Vacheret, Responsable de la Stratégie de développement International de Crédit Agricole Titres.

Jérôme, quel est le dispositif mis en place par un teneur de comptes comme CA Titres lorsqu'un grand Émetteur lance une opération sur le marché ? Les teneurs de comptes sont confrontés à l'obligation de respecter les délais fixés pour traiter les Opérations sur titres, quels seraient selon vous les impacts dans l'hypothèse du raccourcissement de ces délais ?



Jérôme VACHERET

Tout d'abord, en tant qu'ancien responsable de l'épargne salariale chez CA Titres, je trouve que

Table ronde

c'est bien de parler de tenue de compte en épargne salariale à l'AFTI!

S'agissant de nos activités titres, deux éléments de contexte:

► CA Titres sert en particulier les réseaux du Crédit Agricole et de LCL pour l'activité « retail ».

Nous traitons de fortes volumétries sur les opérations sur titres: plus de 100 000 actionnaires régulièrement et jusqu'à 1 000 000 d'investisseurs pour une OST.

► on tend vers une meilleure efficacité des circuits, avec le développement d'Internet en particulier - par exemple, plus de 80 % des ordres de Bourse passent par internet mais sur les AG on a encore des circuits « très papier » et peu automatisés.

J'avais préparé trois messages mais ils ont déjà été largement évoqués par les Émetteurs. Cela me donne une excellente opportunité d'appuyer ces messages communs:

► Il faut assurer la simplicité et la clarté de l'information. Il s'agit d'un point clé pour les réseaux « retail » et l'appui des Émetteurs est très important. Un point de difficulté: il existe plusieurs types d'actionnaires, individuels ou professionnels. Selon les OST, certaines sont orientées vers un type d'actionnaire et les informations ne sont pas toujours accessibles à tous les publics. Par ailleurs, en termes d'informations reçues, on n'a pas encore une harmonisation entre la France, la Belgique et les Pays-Bas malgré les progrès permis par ESES.

► Pouvoir avoir une standardisation qui permette d'industrialiser les traitements de masse. L'innovation en termes d'OST peut constituer un risque de ce point de vue si celle-ci n'est pas gérée en amont avec les teneurs de comptes. L'industrialisation des processus intègre désormais à notre niveau les outils Internet, avec une saisie de réponse OST pouvant être effectuée directement par le client.

► Je me dois d'évoquer la question des délais devant les Émetteurs en tant que teneur de comptes conservateur. Pour la qualité des traitements, il est essentiel d'avoir des délais suffisants. Par exemple, on a eu une émission récente sur un délai de 3 jours avec 130 000 actionnaires. Il a été difficile de traiter une telle volumétrie en si peu de temps!

Moins de 10 % des actionnaires ont finalement participé sur l'ensemble de la Place.

Sylvie VERNET GRUOT

Il y a donc de nombreux projets en cours et des investissements à réaliser.

Laurent, selon vous, quelles sont les problématiques les plus cruciales concernant les évolutions auxquelles sont confrontés les mandataires des Émetteurs et la Place en général?

Laurent CHALIVOV

En termes d'assemblées générales, le projet de vote par Internet devrait, en toute logique, satisfaire les sociétés émettrices par sa simplicité, son efficacité. On peut aussi toucher de plus en plus de titulaires et notamment les salariés. La conception évoquée dans les différentes présentations se heurte encore à quelques contraintes d'ordre juridique mais je pense que nos clients sont prêts à nous aider à convaincre les autorités compétentes.

En termes d'OST, il demeure une problématique sensible concernant les délais de traitement tant au début de l'OST, en termes d'information du titulaire final, qu'à la fin de l'opération en termes de centralisation des résultats de l'OST à destination de l'Émetteur. L'harmonisation prévue notamment avec SP Custody devrait permettre d'améliorer l'automatisation des traitements des OST et notamment de réduire ces délais, ce qui au final bénéficiera au titulaire et à l'Émetteur.

Enfin, en termes de tenue de registre, les années à venir nécessiteront raisonnablement une évolution vers la simplification du modèle du « nominatif à la française » tel que nous le connaissons aujourd'hui.

Sylvie VERNET GRUOT

Il me semble en effet, que la notion de « nominatif à la française » est fonctionnelle pour le marché français mais qu'elle est assez absconse à l'international.

Laurent CHALIVOV

Une des difficultés majeures, face à l'ampleur et au nombre des évolutions, réside dans la viabilité économique de ces réformes. Elles nécessitent un investissement important pour les mandataires d'Émetteurs. La mise

en œuvre de structures projets dédiées pour les plus conséquentes, l'adaptation des organisations dans certains cas, l'évolution des outils de gestion à minima sont autant de composantes qui viennent bouleverser les équilibres économiques existants et dont le retour sur investissement est difficile à modéliser dans le temps.

Sylvie VERNET GRUOT

Tous les acteurs souhaitent s'assurer que le modèle économique peut fonctionner. L'objectif est d'être dans un rapport « gagnant-gagnant » et que, dans l'ensemble de la Place, chaque acteur peut évoluer et assurer les investissements nécessaires pour maintenir la qualité et la sécurité des prestations. Ce n'est pas simple mais c'est un élément qu'il convient de conserver en mémoire.

Jean-Pierre, des standards ont été élaborés concernant les opérations sur titres. Pour faire écho aux préoccupations qui viennent d'être évoquées en matière de délais, pouvez-vous évoquer les problématiques soulevées par l'application de ces standards et l'actualité sur le sujet?

Jean-Pierre PASQUIER

Nous avons essayé de convaincre les BFI que tous les acteurs doivent marcher du même pas, dans l'intérêt des Émetteurs et du marché. Le code de bonne conduite rédigé avec le CFONB, l'ANSA et l'AFTI reprenait toutes ces contraintes sachant qu'il était très proche des standards qui nous seront imposés dans le cadre de l'harmonisation européenne. Pour avoir une vision plus précise de ce qui se passe entre les principaux pays, prenons l'exemple de l'appel public à l'épargne avec un visa de l'AMF. Il y a 4 phases préliminaires importantes dans une opération de marché. Ces quatre phases sont essentielles pour réussir une opération:

- date d'obtention du visa de l'AMF et de l'ouverture de l'opération, normée à deux jours de marché
- période de souscription, normée à 10 jours en général
- période de centralisation, variable, qui ne joue pas en faveur de la France. Les moyennes sont les suivantes: pour la France la centralisation s'effectue entre 5,5 et 6,5

jours de bourse, l'Italie 5 jours, pour l'Espagne et la Belgique entre 2 et 3 jours, pour le Royaume-Uni 2 jours, pour la Suisse entre 0,5 et 3 jours

► closing.

Concernant les délais de centralisation, tout le monde est d'accord pour aller vers les standards européens. Néanmoins, le consensus en France ressort à un délai de 5 jours ce qui serait un premier objectif à horizon SP Custody. L'idéal pour tous les acteurs serait d'aller à 4 jours, cela représenterait le délai sur lequel tout le monde serait ravi de travailler. Un particularisme sur lequel on aura mis le doigt est le nominatif à la française. On parle de 150 000 actionnaires salariés en nominatif pur. Pour certains Émetteurs cotés, cela représente quasiment une conservation Retail en tant que telle. Il faut traiter cette conservation avec les mêmes égards que les grands investisseurs et cela ajoute de la complexité.

Nous souhaiterions que les instances de Place adoptent notre code de Bonne Conduite, reflet de ce que nous avons anticipé.

Sylvie VERNET GRUOT

Françoise, avant notre Table ronde, nous avons présenté ce projet de système de vote pour la Place qui s'appuierait donc sur les teneurs de comptes conservateurs. Je voudrais avoir votre sentiment sur ce sujet.

Françoise NIKLY CYROT

Je suis très heureuse que la Place soit arrivée à un scénario de cette nature-là, car cela fait plusieurs années que je suis convaincue que le vote par Internet pour le porteur ne se développera que dès lors que les teneurs de comptes le prendront en charge. L'idée d'un site réalisé par chaque Émetteur de son côté, avec des liens avec l'ensemble des teneurs de comptes de la Place pour mettre à jour les positions ou même dans certains cas valider des positions qui auraient été déclarées par l'actionnaire lui-même, a toujours été une utopie pour moi. Tous les Émetteurs rêvent d'avoir leur propre site à leurs couleurs, malheureusement, dès lors qu'ils ont choisi d'avoir une partie de leur actionnariat au porteur, de fait, ils ont renoncé à cette possibilité. Le choix

du porteur revient à accepter par défaut de ne pas avoir la connaissance quotidienne des positions des actionnaires au niveau de l'émetteur (lesquelles positions quotidiennes sont fondamentales pour la gestion des votes lorsque la « record date » est très proche de la date d'assemblée générale). Ce choix stratégique effectué lors de l'émission du titre, revient à déléguer l'intégralité de la gestion des comptes et la gestion des relations avec l'actionnaire au teneur de compte. On peut toujours faire du marketing auprès de l'actionnaire grâce au TPI, Il n'empêche que les actes de gestion sont réalisés par le teneur de compte qui a les outils pour le faire ainsi que la seule légitimité sur le calcul des droits de vote et des positions de l'actionnaire (rappelons qu'à ce jour les positions déclarées dans le TPI n'ont aucune valeur comptable!).

Avec le système proposé, j'imagine que demain sur le site de ma banque je pourrai avoir un petit panneau danger qui me dira « Attention vote en cours! ». Je cliquerai sur la ligne concernée et j'aurai un bel écran avec l'ensemble des résolutions et enfin je pourrai signer mon vote.

Pour les Émetteurs, l'idéal est de faire de l'électronique de bout en bout. Dans le cas d'un vote exprimé de manière électronique à l'origine (quelle qu'en soit la source: proxy provider, teneurs de comptes, etc), Il faut pouvoir supprimer le formulaire papier norme AFNOR dans ce cadre-là. Il y a un peu de travail juridique à faire pour le supprimer. Cela éviterait d'arriver avec un camion de formulaires aux assemblées générales voire de reconvertir en papier des votes exprimés de façon électronique (vote des clients des intermédiaires inscrits par exemple). Il est aussi très difficile de sortir le pouvoir de quelqu'un à la demande d'un actionnaire au milieu des cartons de votes classés en grand Alpha. Avoir un fichier électronique serait une grande simplification.

Sylvie VERNET GRUOT

Pour quelqu'un qui n'a pas participé à la présentation, vous êtes notre meilleure commerciale! Je vois avec grand plaisir que l'on arrive à une grande cohérence entre les différents intervenants.

Jérôme, en matière de développement à l'international, quels sont les sujets importants?

Jérôme VACHERET

La filière se normalise à l'international avec les réformes que nous voyons ces dernières années. De ce point de vue et s'agissant du projet de vote par internet pour les AG, il faut tendre autant que possible vers une solution ouverte sur un plan européen, qui permettrait une couverture plus large et un partage de coûts optimisé.

Remarque de la salle

Aujourd'hui, nous avons toutes les difficultés du monde pour avoir la vision totale des titres à voter pour les investisseurs dont les titres sont gérés en « nominatif administré ». Votre banquier n'est pas capable de vous dire si vous en avez. Il faut faire remonter cette information jusqu'à votre teneur de compte conservateur pour pouvoir voter sur les quantités auxquelles nous avons droit. Car aujourd'hui c'est une véritable galère.

Françoise NIKLY CYROT

Là vous parlez du cas des intermédiaires inscrits sous « omnibus account ». Pour régler ce problème, il faut que les custodians nous donnent la preuve matérielle de la détention des titres pendant les célèbres deux ans. Nous n'avons aucun problème pour reconnaître ces droits de vote en tant qu'Émetteur, dès lors que le custodian nous certifie que les titres ont bien été conservés pendant deux années consécutives. Dans le registre, nous calculons les droits de vote doubles au niveau de l'intermédiaire inscrit. Nous connaissons donc exactement le maximum de votes doubles auxquels a droit l'intermédiaire inscrit. Mais nous n'avons pas le détail des mouvements et ne pouvons donc pas faire une affectation détaillée des droits de vote doubles. La seule entité qui peut le faire c'est le custodian sous réserve qu'il maîtrise le concept du droit de vote double et la façon de les calculer. Quand on lui demande de certifier qu'untel a gardé ses titres pendant deux ans, aujourd'hui, nous n'avons pas de réponse...

Table ronde

Sylvie VERNET GRUOT

La problématique des droits de vote double concerne les titres nominatifs pour lesquels le vote se fait par l'intermédiaire de l'Émetteur ou de son mandataire. En effet, pour le nominatif pur ou administré, c'est chez l'Émetteur que l'on vote et non pas chez le teneur de comptes. Alors que pour le porteur, on passe par le teneur de comptes.

Françoise NIKLY CYROT

Avec l'intermédiaire inscrit, on retombe sur un vote porteur car on n'a pas le détail.

Remarque de la salle

Le problème est que lorsque l'on s'adresse à l'Émetteur en lui expliquant que l'on est au nominatif administré chez lui, il peut répondre: « Votre administrateur c'est votre banquier ».

Sylvie VERNET GRUOT

Ce cas mérite d'être regardé de près. L'Émetteur n'a en effet pas la vision de l'investisseur final lorsqu'il s'agit d'un non-résident dont les titres sont gérés par un Intermédiaire Inscrit qui est enregistré globalement pour tous ses clients dans le registre de l'Émetteur. Ce dernier n'est donc pas en mesure de faire le décompte concernant tel investisseur final propriétaire des titres depuis x années.

Françoise NIKLY CYROT

Certains Émetteurs comme Lagardère interrogent les intermédiaires inscrits tous les mois. Nous leur demandons le détail de la position de leurs clients et mettons à jour des registres. Ce travail est extrêmement lourd, 100 % papier. T2S serait une merveilleuse opportunité pour automatiser (à mettre en rapport avec les investissements à réaliser par les Émetteurs). Je vais pousser cette mise en place auprès de la BCE. On pourrait avoir un merveilleux véhicule européen de transmission de ce type d'informations. Dans le cas particulier de la simplification du nominatif, on peut aussi utiliser ce véhicule pour essayer d'harmoniser ce qui pourrait nous permettre d'avoir une vraie inscription détaillée dans toute l'Europe. Il y en a déjà dans de nombreux pays européens avec les mêmes concepts sur l'inscription nominative.

Sylvie VERNET GRUOT

Si vous le permettez, je souhaiterais interroger la salle et notamment les Émetteurs qui se trouvent aujourd'hui avec nous. Nous avons eu un certain nombre de points de vue qui nous permettent de penser que le projet tel que nous le présentons répond à vos attentes. Quels seraient les réticences et les obstacles encore à lever pour permettre l'utilisation d'Internet?

Remarque de la salle

Le projet est séduisant. Je partage l'avis de Françoise sur les points incontournables à traiter. Une question néanmoins: quel horizon de déploiement peut-on envisager pour cette solution?

Sylvie VERNET GRUOT

Il ne me paraît pas raisonnable d'envisager une utilisation sur la campagne 2010. Nous nous fixons un objectif de déploiement en 2011. Pour 2010, certaines premières solutions peuvent être mises en place notamment pour le nominatif et l'Actionariat Salarié. GDF Suez a fait un beau score de vote sur Internet sur 2009.

Guillaume NICHOLS

Ne faisons pas d'angélisme non plus. Nous avons proposé le vote par Internet à l'ensemble des porteurs. La grosse majorité des personnes qui ont utilisé internet sont, soit des actionnaires nominatifs, soit des salariés qui sont dans un FCP que l'on sait borner. La démarche était globale mais le retour portait sur une population connue.

Jean Pierre PASQUIER

Le taux d'utilisation d'Internet se confirme aussi pour nous avec un taux d'achat/vente de titres qui dépasse 80 %. Mais cette clientèle Internet fait beaucoup d'ordres. Pour la partie OST et stocks, on est à mon sens sur une autre population, peut-être un peu moins utilisatrice d'Internet. Il y a un impact dans les outils des teneurs de compte et un impact client pour créer de l'appétence sur l'utilisation des outils Internet pour des clients qui sont moins dans la cible.

Marcel RONCIN

Pour nous, Internet est un canal parmi d'autres. Il n'est pas question de dire que l'on va passer au tout Internet. L'AFTI va avancer le plus vite possible, aussi vite que les juristes nous borderont le terrain, aussi vite que nos amis Émetteurs nous encourageront à le faire. Je rejoins la prudence de Sylvie, et je confirme que notre objectif est la campagne d'assemblées 2011. Il s'agit d'ouvrir un canal supplémentaire et non pas de substituer brusquement à l'existant un nouveau canal.

Remarque de la salle

Par rapport à cet objectif de 2011, on sait que les assemblées importantes se préparent quasiment un an à l'avance. Est-ce que le projet sera suffisamment abouti pour le proposer aux assemblées 2011?

Sylvie VERNET GRUOT

Effectivement, nous souhaitons l'inscrire au catalogue pour 2011. Normalement, nous devrions disposer de suffisamment de visibilité sur l'avancement du projet d'ici la préparation des assemblées 2011.

Remarque de la salle

En tant qu'Émetteur j'ai une autre question. Si on accepte d'ouvrir ce canal Internet à nos actionnaires, cela veut dire aller négocier avec chaque teneur de compte ou alors il s'agit d'un projet de Place, donc d'office c'est ouvert chez tous les teneurs de comptes.

Sylvie VERNET GRUOT

C'est un projet de Place. Il va être mené par les mandataires d'Émetteurs, en lien étroit avec les teneurs de comptes. L'objectif est qu'un maximum de teneurs de comptes se connectent sur le système à partir de leurs propres sites pour éviter que l'actionnaire ait à utiliser un code supplémentaire. Si des établissements ne souhaitent pas entrer dans cette logique, ils auront la possibilité de faire sous-traiter leurs opérations comme quand un intermédiaire financier passe par un domicile pour déposer au centralisateur ses formulaires de vote ou bien ses dossiers d'OST. ■

Conclusion de la conférence

Robert BACONNIER, Président de l'ANSA



C'est un grand plaisir et un grand honneur pour moi de venir faire la clôture de cet après-midi de travail à l'invitation du Président Roncin. C'est en même temps une source d'appréhension car mes connaissances sont encore bien superficielles par rapport aux puits de science qui sont ici. Lorsque je suis arrivé à l'ANSA fin 2004, mon prédécesseur Philippe Bissara, que nous avons eu la douleur de perdre début 2009, m'avait dit « 2005 sera l'année du titre ». C'était parfaitement prémonitoire sauf que la prévision aurait pu s'appliquer non seulement à 2005 mais aux années qui ont suivi.

Je ne veux pas répéter tout ce qui a été dit. Je n'ai d'ailleurs pas pu assister à la première partie de la séance mais j'ai parcouru le document et j'ai retrouvé beaucoup de points que je souhaitais mentionner. J'articulerai donc mon propos de la manière suivante : je commencerai par rappeler les domaines de coopération entre l'AFTI et l'ANSA, puis je dirai deux mots de la directive « Droits des actionnaires » et j'aborderai enfin les aspects juridiques du vote électronique.

Sur les domaines de coopération ANSA / AFTI, la coopération se manifeste d'une part par l'existence à l'ANSA d'un groupe "Titres" qui réunit des représentants des Émetteurs (souvent des juristes de sociétés) et d'autre part des banques (juristes et spécialistes du titre). Dans un autre comité de l'ANSA, nous avons également des représentants des actionnaires salariés. Sur ces domaines de coopération, je me suis reporté aux ordres du jour de notre comité "Titres" depuis 15 mois. On va retrouver beaucoup de choses

évoquées aujourd'hui :

- ▶ l'harmonisation des pratiques françaises avec les standards européens sur les distributions en titres : les dates (X date, record date, payment date) bien décrites par les intervenants.
- ▶ le code de bonnes pratiques des centralisateurs d'opérations financières (M. Pasquier en a parlé) : dès 2006 il y avait eu un rapport AFTI/CFONB, ce rapport avait été bloqué car il y avait quelques réticences d'Émetteurs. Il avait été resoumis à l'AMF lors d'une réunion d'octobre 2007 dans le cadre d'un groupe « Activités de compensation, conservation et règlement livraison ». À l'occasion de la présentation de ce document à ce groupe, le président Roncin avait proposé que l'ANSA se rapproche de l'AFTI pour l'élaboration du code, ce qui fut fait, sous la présidence de M. Leclercq. L'objectif n'était pas d'avoir le feu vert de l'AMF car visiblement l'AMF ne voulait pas s'impliquer, mais simplement de faire en sorte que l'AMF prenne acte de l'existence de ce code.
- ▶ l'harmonisation européenne des documents préparatoires aux assemblées générales : cela m'amène à parler d'EALIC, organisation internationale destinée à représenter les Émetteurs auprès des instances communautaires. EALIC a été à l'origine créée par l'ANSA mais, comme les personnages de Pirandello, a échappé à son auteur. Elle est aujourd'hui devenue EuropeanIssuers suite à une fusion avec un autre groupe d'organisations européennes d'Émetteurs, UNIQUE. Ce point d'histoire ayant été

rapporté, la Commission a donc confié la mission d'harmonisation des documents pré-AG à EuropeanIssuers.

- ▶ le projet de réforme du droit des titres : ce projet a été initié par la Direction du Trésor pendant l'été 2007. On dit que c'est en général pendant l'été que les administrations préparent les mauvais coups. Je ne sais pas si on peut dire cela sur ce sujet.
- ▶ la proposition ANSA d'alignement des statuts des remote members sur le droit commun des intermédiaires inscrits : ce sujet a été discuté assez longuement au sein du comité de Titres de l'ANSA
- ▶ l'étude d'impact de la directive prospectus
- ▶ le vote électronique
- ▶ la directive sur les droits des actionnaires
- ▶ la consultation de la Commission sur les titres intermédiés

Le deuxième volet de mon intervention

portera sur la transposition de la directive droit des actionnaires. En direct et également au travers d'EALIC, l'ANSA a beaucoup été associée à l'élaboration de cette directive dont je dois dire qu'elle est assez décevante. C'est une directive d'harmonisation minimale. La seule disposition contraignante concerne les mandataires qui désormais dans les sociétés cotées n'ont plus besoin d'être actionnaires. Sous l'impulsion du commissaire Mac Creevy, cette directive favorise une forme de laxisme avec notamment un refus d'aborder le problème de l'identification des actionnaires. Cette question devait être abordée dans une recommandation qui n'est jamais venue.

Conclusion

Sur la base du texte tel qu'il a été adopté, le ministère de la Justice est en train de préparer la loi de transposition. Cela fait 13 mois que l'ANSA et d'autres organisations d'Émetteurs (le MEDEF et l'AFEP notamment) se préoccupent des mandataires en voulant éviter certaines dérives des mandataires professionnels telles qu'on a pu les constater aux USA. Nous avons depuis de longs mois soumis à la Chancellerie un projet pratiquement complet avec un exposé général des motifs puis un exposé des motifs par paragraphe, explicitant le texte lui-même. Finalement l'essentiel de ce projet consiste à imposer un certain nombre de contraintes en cas d'appel public à mandat ou plus exactement, pour reprendre les termes de la directive, de sollicitation active de mandat. Nous sommes encore en train de discuter un certain nombre de points avec la Chancellerie. Le champ de la directive couvre les sociétés cotées sur un marché réglementé mais à notre sens certaines dispositions pourraient être appliquées statutairement aux sociétés cotées sur un marché non réglementé (Alternext).

Nous travaillons également sur la partie réglementaire de la transposition. Les délais pour les résolutions dissidentes étaient un sujet qui avait été évoqué par l'ANSA lors de la préparation du décret du 11 décembre 2006, et l'avant-projet de décret sur les droits des actionnaires nous semblait revenir sur le texte de compromis adopté en 2006. C'est la question de savoir jusqu'à quand peuvent être envoyées des résolutions dissidentes. Dans le droit actuel, c'est 25 jours avant la date de l'assemblée générale mais il y a une dérogation pour les sociétés qui envoient le premier avis

plus tôt que 45 jours avant l'AG; dans ce cas-là c'est 20 jours par rapport à cette date d'envoi. C'est cet assouplissement qui ne figure pas dans l'avant-projet de décret et nous insistons sur son maintien.

J'en viens enfin au vote électronique.

L'ANSA s'est impliquée très tôt sur cette question, pas tellement avec un objectif de réduction des coûts mais plus dans une optique de démocratie actionnariale, de facilitation du vote, notamment pour les non-résidents. On espérait qu'à l'occasion du texte qui est devenu le décret du 11 décembre 2006 on pourrait assouplir les règles permettant le vote électronique. Ce résultat n'a été atteint que partiellement. Aujourd'hui il y a effectivement deux possibilités: la signature sécurisée et la signature non sécurisée (avec identifiant et mot de passe) pour autant qu'elle soit prévue dans les statuts. Cependant, dans la deuxième hypothèse (signature non sécurisée), le verbe utilisé donne à penser aux juristes qu'il faut décrire précisément le système mis en place, ce qui n'est pas notre interprétation. Nous essayons de nouveau d'avoir un texte qui donne plus de souplesse, sachant que le précédent directeur des affaires civiles, M. Guillaume, déclarait qu'il avait conscience que le texte n'était pas satisfaisant, mais qu'il fallait laisser sortir le décret qui était resté bloqué un an au Conseil d'État, le reste c'est-à-dire l'amélioration des règles relatives à la signature électronique pouvant être traité ultérieurement.

Sur le plan pratique, un système très intéressant de vote électronique a été présenté. Un autre système existe mais celui que vous

proposez dispose de l'avantage énorme de passer par le teneur de comptes de chaque actionnaire. Nous sommes à votre disposition pour l'expertise juridique. Je partage presque l'enthousiasme de Françoise Nikly Cyrot sur ce sujet!

Vous avez également parlé de la lourdeur de la communication de documents. Nous essayons de trouver un texte qui facilite l'envoi de documents par la voie électronique avec un système d'opt out. L'actionnaire étant prévenu par courrier électronique (peut-être papier pour la première communication), ce serait à lui de faire savoir s'il refuse la transmission des documents par la voie électronique.

En conclusion, félicitations à l'AFTI pour avoir organisé cette réunion et pour la qualité des travaux. Nous avons tous du pain sur la planche. Vous trouverez dans l'ANSA un interlocuteur toujours prêt à coopérer, ce qui évidemment ne veut pas dire que nous serons toujours d'accord... ! ■



Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 03
Fax : 01 48 00 50 48
Site : www.afti.asso.fr

Directeur de Publication : **Marcel Roncin**
Rédacteur en chef : **Marcel Roncin**
Comité de rédaction : **Eurogroup**
Crédit photos : **Éric Thibaud**
Réalisation : **Café Noir - LFT**
ISSN : 1262-2109



Spécial
Conférence

n° 33 - juin 2009

Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :

www.afti.asso.fr