



PV/KC/VH - n° 1188/Div.

**Commission Européenne**  
DG MARKT G4,  
B-1049 Bruxelles

Paris, le 15 décembre 2004

**OBJET : REPONSE DE L'AFG A LA CONSULTATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE SUR LES DROITS DES ACTIONNAIRES**

Messieurs,

Nous vous prions de bien vouloir trouver ci-joint la réponse de l'AFG à la consultation sur les droits des actionnaires. Nombre de ces remarques figurent aussi dans la réponse de l'International Corporate Governance Network, dont nous soutenons l'action.

Nous vous en souhaitons bonne lecture.

***PREAMBULE :***

Engagée très activement depuis de nombreuses années dans le domaine du gouvernement d'entreprise, notamment par le travail de sa Commission Gouvernement d'Entreprise, l'industrie française de la gestion pour compte de tiers a souligné à de nombreuses reprises (cf annexes 1 et 2) qu'il faut faciliter l'exercice du droit de vote des actionnaires. « Bien gérer, c'est aussi bien voter », encore faut-il que cela soit possible à un coût compatible avec les intérêts de nos clients, les épargnants, dont nous gérons les placements.

Nous nous réjouissons donc que la Commission européenne ait décidé d'agir dans ces domaines. Nous l'invitons cependant à ne faire figurer dans une éventuelle directive que les principes fondamentaux, laissant les modalités opératoires au niveau II.

L'AFG est donc favorable à tout ce qui va dans les sens d'une facilitation de l'accès à l'AG et de l'exercice des droits de vote.

L'AFG est aussi favorable à tout ce qui va dans le sens d'une facilitation de l'accès à l'information sur l'AG et après celle-ci, sur ses résultats.

L'AFG est donc en accord avec le choix des thèmes retenus par la consultation, auxquels conviendrait cependant d'ajouter (cf. point 9 ci-après) certains aspects essentiels non abordés par le document.

\*\*\*\*\*

### **Réponses aux questions de la Commission européenne (en suivant la numérotation du document)**

#### **4. Sociétés concernées**

Le champ d'application d'une directive sur ces questions ne devrait pas nécessairement inclure les sociétés non cotées, relativement peu concernées en tout état de cause par le vote transfrontière. Toutefois, il faudra veiller à ne pas émettre un signal aux termes duquel les sociétés non cotées seraient dispensées du respect des principes de gouvernement d'entreprise et il faudrait, comme l'indique la Commission fort justement, que leurs actionnaires puissent bénéficier des facilités prévues pour les sociétés cotées.

#### **5.I.I. Pouvoir de « contrôler » le droit de vote**

Le rôle des « intermédiaires » est déterminant mais il doit être conçu comme celui d'un auxiliaire au service de l'actionnaire et non comme un facteur de contrainte et de risque d'arbitraire.

Il nous semble normal que la personne habilitée à contrôler - le mot est ambigu, ne vaudrait-il pas mieux dire « exercer » ? - les droits de vote soit la dernière personne qui détient un compte titres dans la « chaîne » d'intermédiation. Il convient donc que la directive mette en place un mécanisme pour identifier cette personne. Dans le cas particulier des OPCVM ce sont ceux-ci, et donc en pratique sauf cas très particuliers les sociétés de gestion, et non les porteurs de parts qui détiennent le droit de vote.

La deuxième question est complexe. Il nous semble en tout état de cause qu'y répondre par l'affirmative donnerait des pouvoirs exorbitants à ces intermédiaires, qu'il s'agisse de pouvoir désigner leurs clients à leur place pour l'exercice des droits de vote ou qu'il s'agisse a fortiori de divulguer l'identité de ses clients à la demande de l'émetteur. Il s'agit d'un sujet sur lequel la Commission devra nécessairement approfondir sa réflexion.

#### **5.I.2. Exercice du droit de vote**

La question est également complexe. Nous sommes bien entendu favorables à ce que l'investisseur final puisse donner des instructions de vote à l'intermédiaire et d'une manière générale voter par procuration. Mais nous ne comprenons pas pourquoi l'intermédiaire

pourrait disposer de ce même pouvoir de donner procuration à l'actionnaire lui-même.

### **5.I.3. Authentification de l'investisseur final**

Il nous semble que le processus d'authentification devrait faire intervenir toute la chaîne d'intermédiation (option 2) jusqu'à l'échelon le plus proche de l'investisseur final. C'est la modalité sans doute la plus coûteuse mais elle est la plus sûre.

S'agissant du coût, il nous semble que les réglementations nationales devront trancher ce point, sachant que tout ce *process* fait à notre avis, nécessairement partie de la fonction des banques intermédiaires et des centralisateurs, et que leur coût doit essentiellement être pris en charge par les émetteurs.

### **5.2. Prêts de titres**

Il nous semble que la pratique des prêts de titres est en effet susceptible de créer des problèmes pour l'exercice effectif des droits de vote et que cette question devrait être étudiée au niveau européen. Nous ne croyons pas cependant qu'il faille, en tout état de cause, prendre des mesures qui interdiraient le prêt de titres à certains moments décisifs ni imposer une restitution des titres avant l'AG. Il s'agit d'une question sur laquelle l'ICGN travaille depuis plusieurs mois et sur laquelle il devrait publier prochainement des recommandations.

### **5.3. Certificat de dépôt d'actions**

Il nous semble que les détenteurs de certificats de dépôt d'actions doivent être reconnus comme détenant les droits attachés aux actions sous-jacentes. Il s'agit là encore d'une question sur laquelle l'ICGN a travaillé.

## **6.I. Information des actionnaires**

Nous sommes favorables à ce que le texte contienne des dispositions relatives à la diffusion de la convocation à l'assemblée et à la documentation afférente ainsi que certaines règles concernant la diffusion de cette information, dont le coût doit être supporté par les émetteurs. Dans ce domaine les standards français sont satisfaisants. Ainsi la publication de l'avis de réunion avec le texte des résolutions au journal officiel ou sur le site WEB de la société a lieu au plus tard un mois avant l'AG.

Les actionnaires ont dix jours pour présenter une contre-résolution.

L'information financière et les documents de vote doivent être mis à disposition au moins 15 jours avant l'assemblée.

L'AFG est favorable au fait d'exiger des sociétés émettrices qu'elles consacrent une section spéciale de leur site WEB à la publication de toutes les informations relatives à l'assemblée générale ainsi qu'une présentation des droits des actionnaires et des investisseurs en relation avec le vote.

La chaîne d'identification des actionnaires ne doit pas reposer sur une démarche qui permet en pratique à l'émetteur de choisir ses actionnaires mais aller plutôt dans le sens de l'actionnaire vers la société.

### **6.2. Blocage des titres**

Nous considérons effectivement le blocage des titres comme un frein à l'exercice des droits de vote, en particulier pour les investisseurs étrangers. Contrairement à ce qui est parfois indiqué, il est toujours en vigueur en France, même s'il est désormais devenu « révocable ». Ce système devrait être prescrit, ainsi que le préconisent d'ailleurs l'ICGN et l'EFRP. Nous sommes favorables au système de « record date ».

### **7.1. Participation aux assemblées et vote électronique**

Nous sommes favorables au développement de la participation aux assemblées par tous moyens électroniques et à la généralisation du vote sécurisé et standardisé par Internet.

### **7.2. Droit de poser des questions**

Nous sommes favorables à la définition d'un cadre concernant la présentation et le traitement des questions des actionnaires en assemblée générale.

### **7.3. Droit de proposer des résolutions en AG**

Il conviendra de ne pas fixer un seuil trop élevé. Le seuil français, 0,5 %, nous semble adéquat. Il n'a pas donné lieu à des abus et les craintes de ceux qui craignent qu'un seuil de 1 %, par exemple, soit trop bas, nous semble exagérées.

### **7.4. Vote « In absentia » (par correspondance)**

L'AFG est favorable à l'introduction de l'obligation pour tous les états membres dans leur droit des sociétés de la possibilité de voter « in absentia » (par correspondance, par voie électronique ou d'autres moyens).

#### **7.4.2. Vote par procuration**

Il est très important à nos yeux d'encourager le vote par procuration même s'il semble contraignant de lever les obstacles nationaux sur ce sujet. Il conviendrait aussi de prévoir une procuration avec une durée suffisante de validité (6 mois/un an).

### **8.1. Diffusion des résultats de l'assemblée et procès verbal**

L'AFG estime que les sociétés doivent établir dans les plus brefs délais après la tenue de l'assemblée un rapport permettant aux actionnaires, notamment étrangers, d'avoir connaissance des résultats de vote résolution par résolution ainsi que le nombre de votants et le pourcentage des résultats.

Ce rapport serait systématiquement envoyé aux détenteurs d'actions nominatives et aux actionnaires présents ou représentés à l'assemblée, et diffusé par tout moyen (minitel Internet...) dans les 30 jours suivant la tenue de l'assemblée. Dans ce même délai le rapport devrait figurer sur le site de l'émetteur.

## **8.2. Confirmation de l'exécution des votes**

Il nous paraît important qu'il puisse exister des preuves de confirmation du vote dans la mesure où la non confirmation de ce dernier compromet de manière importante le bon exercice des droits de vote.

## **9. Autres questions**

- Une action/une voix

C'est un principe essentiel, dont la non prise en compte décourage l'exercice du droit de vote parce qu'elle permet à des actionnaires minoritaires de détenir la majorité des voix. Les émetteurs avançant des raisons d'intérêt général (récompenser la « fidélité » des actionnaires, favoriser le « long terme »...) pour justifier ces pratiques, il revient aux pouvoirs publics, et notamment aux instances européennes, de prendre position. Les investisseurs, l'ICGN est très ferme sur ce point, souhaitent pour leur part que ces pratiques soient interdites.

- Contacts entre actionnaires

Il arrive que les actionnaires hésitent à échanger entre eux des informations ou des opinions sur l'exercice des droits de vote de peur de se voir accuser d'action de concert. Cette hypothèque devrait à notre sens être levée.

- Rôle de la chaîne titre

La chaîne titre (banques centralisatrices, intermédiaires, ...) devrait être responsabilisée, car c'est sur son efficacité que repose en grande partie l'exercice du droit de vote.

\*\*\*\*\*

Restant à votre disposition, nous vous prions d'agréer, Messieurs, l'expression de notre considération distinguée.

Pierre BOLLON



## Annexe 1

### « Bien gérer, c'est aussi bien voter »

**Depuis 1997, la profession de la gestion d'actifs mène une action volontariste et régulièrement renforcée en matière de gouvernement d'entreprise.**

**En 1997** : dans son code de déontologie, l'AFG recommande aux gérants d'exercer les droits de vote afférents aux titres détenus dans les OPCVM.

**En 1998** : la Commission " gouvernement d'entreprise " de l'association présidée par Jean-Pierre Hellebuyck élabore un ensemble de recommandations relatives aux assemblées générales et aux conseils d'administration des sociétés françaises faisant appel public à l'épargne (document actualisé en **octobre 2001**, puis en **mars 2004**)

**En 2000** : un **programme de veille** est mis en place afin de faciliter l'exercice du droit de vote des sociétés de gestion en les alertant lorsque les résolutions soumises aux assemblées générales des sociétés du CAC 40 sont contraires à ces recommandations.

**En 2002** : deux nouvelles étapes sont franchies :

- les alertes envoyées aux membres de l'association sont rendues publiques sur le site de l'association et donc consultables par tous ([www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr) / gouvernement d'entreprise)
- le programme de veille est élargi au SBF 120.

**En 2003** : l'association attire désormais aussi l'attention de ses membres sur l'importance particulière de l'exercice du droit de vote dans certaines assemblées générales.

**En 2004** : deuxième actualisation des recommandations AFG

**L'Association Française de la Gestion Financière (AFG)** représente les professionnels français de la gestion d'actifs. Ces derniers gèrent près de 1600 milliards d'euros d'actifs - 4<sup>ème</sup> rang mondial -, soit l'équivalent du PIB de la France, dont 1000 milliards d'euros sous forme de gestion collective (OPCVM - SICAV et fonds communs de placement - premier rang européen), et le solde sous forme de gestion individualisée sous mandat, notamment via l'assurance vie. La gestion d'actifs s'adresse à plus de 12 millions d'épargnants dont plus de 6 millions de détenteurs d'OPCVM. On estime en outre à plus de 3 millions le nombre de porteurs de fonds commun de placement d'entreprise (épargne salariale).

## Annexe 2

### Communiqué de presse

#### **Gouvernement d'entreprise : l'AFG renforce ses recommandations Faciliter l'exercice des droits de vote Améliorer l'information sur la situation financière des entreprises**

Au cours d'une conférence de presse qui s'est tenue le 4 mars 2004, **Jean - Pierre Hellebuyck**, président de la Commission gouvernement d'entreprise de l'Association française de la gestion financière - AFG a, en présence d'**Alain Leclair**, président de l'association, et de **Pierre Bollon**, délégué général, présenté les nouvelles recommandations en matière de gouvernement d'entreprise.

Consciente des **enjeux que représente le gouvernement d'entreprise**, a rappelé le président Alain Leclair, **l'AFG s'y est fortement impliquée depuis 1997**. Elle a ainsi largement anticipé les dispositions de la loi de sécurité financière sur l'obligation du vote des OPCVM qui feront l'objet de modalités d'applications dans le futur règlement général de l'AMF et a fait fortement augmenter la participation des gérants au vote des assemblées.

Elle vient de **renforcer ses recommandations** sur le gouvernement d'entreprise dont la première version a été élaborée en 1998.

Jean-Pierre Hellebuyck a rappelé les objectifs qui ont guidé la réactualisation de ces recommandations et en a présenté les principales nouveautés. Aujourd'hui l'AFG poursuit son action en demandant que les gérants puissent disposer d' **une meilleure information et puissent exercer leur politique de vote de façon plus simplifiée**. Les recommandations s'articulent autour de deux axes majeurs : le gestionnaire et l'assemblée générale, et le gestionnaire et le conseil d'administration. Un nombre significatif de précisions relatives à ces deux thèmes a été ajouté au texte.

#### **1. Améliorer l'information des actionnaires.**

L'accent mis sur l'importance de mieux informer les actionnaires constitue une des nouveautés essentielles de ce texte.

L'AFG « souhaite que chaque résolution soumise à l'AG soit accompagnée d'informations qui permettent aux actionnaires d'éclairer leur décision de vote et notamment d'en préciser les enjeux. ». Cela vaut particulièrement pour l'information sur la situation financière des émetteurs, les conventions réglementées et les **candidatures d'administrateurs**.

Elle recommande ainsi aux sociétés cotées que « figurent dans le rapport du conseil **la politique à moyen terme d'endettement** de la société y compris les engagements hors bilan, **la politique à moyen terme de distribution** de la société et **la politique de rémunération** des dirigeants et les critères d'évolution ».

## 2. Faciliter l'exercice des droits de vote des gérants

### Avant l'assemblée générale

L'AFG souhaite que l'ensemble des documents et informations relatifs à l'assemblée générale, qui peuvent parfois être complexes, parviennent aux actionnaires dans **les délais les plus brefs** après la parution de l'avis de convocation.

Dans un souci de simplification, elle souhaite que les **procurations de vote puissent être valables pour une année**, et non limitées à une assemblée, et ce pour l'ensemble des actions détenues en portefeuille.

Le texte rappelle aussi la **responsabilité des établissements conservateurs** dans la transmission, dans les délais, des informations nécessaires au vote.

### Pendant l'assemblée générale

L'AFG approuve la généralisation du vote « **sécurisé et standardisé** » par internet. Le développement de ce système de vote permettra également un allègement de l'envoi sous forme de papier des informations relatives au vote.

Lors de l'assemblée générale, elle recommande la **présence d'un « tiers garant »** notamment au moment du comptage des voix, lors de l'établissement des listes de présence, lors du vote et du dépouillement. Il est demandé que le rapport soit annexé à la minute de l'Assemblée générale.

### Après l'assemblée générale

L'AFG souhaite que les sociétés établissent dans les plus brefs délais après la tenue de l'assemblée générale un **rapport** permettant aux actionnaires, notamment étrangers d'avoir connaissance des **résultats de votes** par résolution ainsi que **le nombre de votants et le pourcentage des résultats**.

## 3. Favoriser la transparence et l'efficacité du conseil d'administration

L'assemblée générale comme le souligne le préambule du code, est souveraine : elle peut décider de révoquer le conseil et lui délègue un certain nombre de pouvoirs. Toutefois, elle **ne saurait se substituer** au conseil d'administration pour les initiatives ou décisions qui relèvent de sa compétence, comme par exemple, **les propositions d'alliance stratégique** avec les partenaires.

S'agissant du rôle du conseil d'administration, le code de l'AFG souligne qu'il doit exercer son indépendance de jugement et son devoir de contrôle vis-à-vis de la direction.

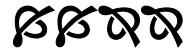
Il ajoute qu'il doit inscrire son action dans le cadre du **développement durable** de l'entreprise.

Parmi les points importants que souligne le rapport, on relèvera :

- La demande d'un **règlement du conseil** : « L'AFG est favorable au développement de la pratique qui consiste à rédiger un règlement du conseil d'administration en complément des statuts. ».



- **La formation des administrateurs** : « la formation des administrateurs à intervalles réguliers, doit être encouragée et facilitée par l'entreprise ».
- La participation des administrateurs au capital pour « un montant minimum non symbolique »



Pour les gérants, le gouvernement d'entreprise est un des éléments essentiels de la bonne gouvernance des marchés. En 2004, ils développeront encore leur implication dans ce domaine, en accroissant leur participation aux assemblées générales, en renforçant leur dialogue avec les émetteurs et en portant une attention plus soutenue à l'international.

**« Bien gérer c'est aussi bien voter »**

Bruxelles, le 16 septembre 2004

## Gouvernement d'entreprise: la Commission lance une consultation sur les droits des actionnaires

***La Commission européenne a lancé une consultation publique sur la manière de faciliter l'exercice des droits de base des actionnaires dans les assemblées générales des sociétés et de résoudre les problèmes que soulève l'exercice transfrontalier de ces droits, en particulier des droits de vote. Les réponses seront prises en considération dans une prochaine proposition de directive – qui fait partie du plan d'action de la Commission sur le gouvernement d'entreprise. Les réponses doivent parvenir à la Commission au plus tard le 16 décembre 2004.***

M. Frits Bolkestein, commissaire chargé du marché intérieur, a déclaré ce qui suit: « Les actionnaires doivent pouvoir veiller à ce que les dirigeants de la société agissent dans l'intérêt de celle-ci. À cette fin, ils doivent avoir accès aux informations nécessaires et disposer de moyens efficaces d'exercer une influence réelle. En donnant aux actionnaires la garantie qu'ils peuvent exercer leurs droits, on contribue au renforcement des investissements transfrontaliers et à l'intégration des marchés des capitaux de l'UE. Si nous voulons le supplément de croissance qui en résultera, nous devons dire «au revoir» à l'opacité et à la communication du temps des pigeons voyageurs et «bonjour» aux systèmes d'information modernes, électroniques et transparents qui permettent un exercice effectif des droits. C'est la raison pour laquelle j'encourage toutes les parties intéressées – sociétés, actionnaires individuels et institutionnels et régulateurs – à répondre. Nous les écouterons».

Le document de consultation de la Commission donne une première indication de ce que pourrait être le futur régime des droits des actionnaires des sociétés cotées de l'UE. La Commission considère que ce régime devrait être fondé sur une directive, étant donné que l'exercice effectif de ces droits suppose que l'on résolve un certain nombre de difficultés juridiques.

Les principales questions posées par la Commission portent sur les points suivants:

- le droit de contrôler le droit de vote – il est fréquent que les investisseurs en actions ne soient pas reconnus en tant qu'actionnaires, en particulier dans les situations transfrontalières, et qu'ils soient en pratique privés de leur droit de voter comme ils le souhaitent;
- la diffusion de l'information avant l'assemblée générale et le besoin éventuel de normes minimales pour garantir que tous les actionnaires, où qu'ils vivent, reçoivent cette information à temps;
- les critères de participation aux assemblées générales et la suppression des exigences excessives comme le blocage d'actions;
- des règles minimales concernant le droit de poser des questions et de proposer des résolutions;

- des mesures visant à permettre aux actionnaires de voter par courrier postal, par courrier électronique ou par procuration;
- la diffusion de l'information après l'assemblée générale et le besoin éventuel de confirmer que les votes ont été exécutés.

## Réponses

Le document de consultation est disponible à l'adresse suivante:

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/shareholders/index\\_fr.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/shareholders/index_fr.htm)

Les réponses doivent être envoyées pour le 16 décembre 2004 à la DG Marché intérieur – Unité G4, Commission européenne, B-1049 Bruxelles, ou à : [Markt-COMPLAW@cec.eu.int](mailto:Markt-COMPLAW@cec.eu.int)

À moins qu'elles soient assorties d'une demande explicite de traitement confidentiel, les réponses seront considérées comme des documents que la Commission peut rendre publics.

## Contexte

Le plan d'action de la Commission de mai 2003 sur la modernisation du droit des sociétés et le renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'UE (voir [IP/03/716](#) et [MEMO/03/112](#)) contient une série d'initiatives visant à renforcer les droits des actionnaires et la protection des employés et des créanciers, à améliorer l'efficacité et la compétitivité des entreprises européennes et à accroître la confiance des marchés des capitaux.

Les résultats de la consultation publique sur le plan d'action dans son ensemble, qui a pris fin à la mi-septembre 2003, ont montré que les principales mesures bénéficiaient d'un large consensus. La consultation sur les droits des actionnaires est la cinquième consultation organisée dans le cadre du Plan d'action.



COMMISSION EUROPÉENNE

Direction générale marché intérieur

MARKT/ 16.09.2004

## **ÉLABORATION D'UN REGIME APPROPRIÉ ENCADRANT LES DROITS DES ACTIONNAIRES**

**Document de consultation des services de la direction générale « marché intérieur »**

# **ÉLABORATION D'UN REGIME APPROPRIE ENCADRANT LES DROITS DES ACTIONNAIRES**

## **DOCUMENT DE CONSULTATION**

### **DES SERVICES DE LA DIRECTION GENERALE «MARCHÉ INTERIEUR»**

#### **Remarque préliminaire**

Le document ci-joint a été élaboré par les services de la direction générale marché intérieur dans le cadre de la préparation d'une proposition de directive sur les droits des actionnaires. Le document fournit de premières indications sur la structure et le contenu de la proposition tels qu'ils sont actuellement envisagés. Ces orientations préliminaires ne préjugent en rien des décisions finales qui seront arrêtées par la Commission lorsqu'elle mettra la dernière main à sa proposition.

## 1. RESUME

Le 21 mai 2003, la Commission a adopté un plan d'action annonçant des mesures visant à moderniser le droit des sociétés et à améliorer le gouvernement d'entreprise en Europe. La Commission avait alors clairement précisé qu'elle considérait comme prioritaire le renforcement des droits des actionnaires des sociétés dans tous les États membres. Ce renforcement porterait notamment sur les domaines suivants: a) droit de poser des questions, b) droit de déposer des résolutions, c) droit de voter sans être présents, d) droit de participer aux assemblées générales par voie électronique. Ces possibilités devraient être offertes à tous les actionnaires de l'UE, ce qui supposerait de résoudre les problèmes spécifiques que pose le vote transfrontalier. La Commission a estimé que la directive était l'instrument le plus approprié pour assurer l'exercice effectif de ces droits en raison des difficultés d'ordre juridique qu'il conviendra de résoudre.

Les services de la direction générale marché intérieur ont décidé de lancer une procédure de consultation sur les éléments clés de la future proposition de la Commission. Les principales questions sur lesquelles la Commission souhaite des contributions sont les suivantes:

- le champ d'application – sociétés cotées. Les services de la Commission envisagent de restreindre le champ d'application de la proposition aux seules sociétés cotées de l'UE, tout en laissant aux États membres la faculté d'appliquer les mêmes règles à des sociétés non cotées;
- pouvoir de contrôler le droit de vote. L'exercice du droit de vote échoit d'ordinaire aux actionnaires. Dans certains cas toutefois, les investisseurs ayant acquis des actions ne deviennent pas, du fait de leur placement, actionnaires des sociétés dans lesquelles ils ont investi. Le problème se pose avec une acuité particulière pour les investissements transfrontaliers, lorsque les placements en actions sont réalisés en passant par une chaîne d'intermédiaires en valeurs mobilières. Il convient donc de trouver une solution, tenant compte des droits des actionnaires et des obligations des intermédiaires, qui permette de déterminer si l'investisseur en dernier ressort est habilité à contrôler le droit de vote et de décider comment les droits de vote attachés à ses actions doivent s'exprimer. Les services de la Commission examinent actuellement s'il y a lieu de mettre en place, au niveau de l'UE, un mécanisme traitant de cette question délicate;
- diffusion de l'information avant l'assemblée générale (AG). Les investisseurs ne peuvent prendre des décisions bien informées que si on leur communique au préalable et en temps utile tous les éléments pertinents. Les services de la Commission examinent donc si la future proposition doit contenir des dispositions sur la divulgation de la convocation de l'AG et de certains éléments, ainsi que certaines règles sur la diffusion de ces dispositions en matière d'information;
- admission et participation aux assemblées générales. Il est admis de manière croissante que les pratiques imposant un blocage des actions («share blocking») pour pouvoir participer au vote en AG sont indûment restrictives et réduisent les possibilités des actionnaires de participer effectivement au vote. Les services de la Commission étudient donc s'il est souhaitable que la future proposition interdise de telles pratiques et s'il y a lieu de mettre en place au niveau de l'UE un autre système, basé par exemple sur la date d'inscription au registre des actionnaires;

- droits des actionnaires en lien avec l'AG. Les obligations ou restrictions légales portant sur le droit de poser des questions, de présenter des propositions en vue de prises de décision ou de voter sans être présent empêchent souvent les petits actionnaires d'avoir un rôle actif. Les services de la Commission considèrent que l'exercice de ces droits doit être facilité par la définition de normes minimales au niveau de l'UE et en autorisant le vote «in absentia», en particulier par voie électronique, dans l'UE;
- diffusion de l'information post AG. Les actionnaires éprouvent aussi des difficultés pour être informés des résultats des votes et recevoir les procès verbaux des discussions, y compris les réponses aux questions qu'ils ont posées. Une autre difficulté provient de l'absence de toute confirmation que leur vote a bien été exprimé selon leurs instructions. Les services de la Commission envisagent donc d'imposer aux sociétés l'obligation de rendre publics les résultats des votes ou de confirmer, sur demande des actionnaires, l'exécution des instructions de vote;
- autres questions. Les parties intéressées sont invitées à signaler les éventuelles questions supplémentaires qui, à leur avis, devraient être traitées par la future proposition de directive visant à renforcer les droits des actionnaires et qui n'ont pas été abordées dans le présent document de consultation.

**Les réponses au présent document de consultation doivent être concises, principalement axées sur les questions posées et être parvenues, le 16 décembre 2004 au plus tard, à la DG MARKT G4, Commission européenne, B-1049 Bruxelles. Les réponses peuvent aussi être adressées par courrier électronique à:**

**[Markt-COMPLAW@cec.eu.int](mailto:Markt-COMPLAW@cec.eu.int).**

**Sauf demande explicite de traitement confidentiel de votre part, la Commission considérera votre contribution comme un document publiable.**

## 2. INTRODUCTION

Dans son «plan d'action relatif à la modernisation du droit des sociétés et au renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'UE»<sup>1</sup>, la Commission a considéré comme prioritaire le renforcement des droits des actionnaires des sociétés dans l'UE, notamment dans les domaines suivants: a) droit de poser des questions, b) droit de déposer des résolutions, c) droit de voter sans être présents, d) droit de participer aux assemblées générales par voie électronique. Ces possibilités devraient être offertes à tous les actionnaires de l'UE et les problèmes spécifiques liés au vote transfrontalier devraient être résolus. La Commission a estimé qu'en raison d'un certain nombre de difficultés d'ordre juridique qui doivent être résolues, la directive est l'instrument le plus approprié pour assurer l'exercice effectif de ces droits. La directive proposée ne couvrira toutefois pas les aspects relatifs au renforcement de la démocratie actionnariale. Comme indiqué dans le plan d'action, la Commission considère que l'établissement d'une démocratie actionnariale dans l'UE est un objectif très pertinent à moyen ou long terme, mais que toute initiative dans ce domaine exige au préalable des études plus approfondies.

La Commission avait invité les parties intéressées à réagir à son plan d'action.<sup>2</sup> Dans leur très grande majorité, les réponses à la consultation publique soutenaient la suggestion d'un renforcement des droits des actionnaires dans les sociétés cotées. C'est la proposition législative qui a en fait été accueillie le plus favorablement, par un large éventail de répondants. L'attention de la Commission a toutefois été attirée sur la nécessité de prévoir des dispositions d'application soigneusement équilibrées, en particulier pour des aspects comme le vote électronique ou par procuration, et de placer certaines limites aux pouvoirs des actionnaires afin d'éviter les abus. En ce qui concerne le vote transfrontalier, il a été considéré que les recommandations formulées par le «groupe d'experts sur le vote transfrontalier en Europe» fourniraient une bonne base à une éventuelle initiative de l'UE dans ce domaine. Les répondants ont souligné qu'une des principales tâches en la matière consisterait à évaluer et à renforcer l'efficacité des conservateurs de titres et à faire en sorte que chaque intermédiaire consulte ses détenteurs de comptes pour obtenir des instructions de vote valables.

Dans son plan d'action, la Commission avait annoncé qu'une consultation publique ouverte serait organisée, au moment approprié, pour chacune des initiatives majeures qui s'inspireraient du plan d'action.

C'est dans ce contexte que les services de la Commission ont décidé de lancer une procédure de consultation ouverte sur les éléments clés d'une future proposition de directive de la Commission sur les droits des actionnaires.

**Les réponses au présent document de consultation doivent être concises, principalement axées sur les questions posées et être parvenues, le 16 décembre 2004 au plus tard, à la DG MARKT G4, Commission européenne, B-1049 Bruxelles. Les réponses peuvent aussi être adressées par courrier électronique à : Markt-COMPLAW@cec.eu.int.**

---

<sup>1</sup> [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/modern/index.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/index.htm)

<sup>2</sup> See synthesis of results on [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/modern/governance-consult-responses\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/governance-consult-responses_en.pdf)



**Sauf demande explicite de traitement confidentiel de votre part, la Commission considèrera votre contribution comme un document publiable.**

### **3. POURQUOI METTRE EN PLACE UN REGIME APPROPRIÉ FACILITANT L'EXERCICE DES DROITS DES ACTIONNAIRES**

Comme l'a souligné le groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, «dans un bon système de gouvernement d'entreprise, les actionnaires doivent avoir effectivement les moyens d'exercer une influence sur la société». Cette affirmation était fondée sur un certain nombre de considérations:

- les actionnaires sont des créanciers de dernier rang: ils ne sont désintéressés que lorsque tous les autres créanciers l'ont été; ils ont droit à une part des bénéfices si la société prospère mais sont les premiers à souffrir si ce n'est pas le cas;
- les actionnaires doivent pouvoir faire en sorte que la société soit gérée dans leur intérêt et que les gestionnaires soient responsables de cette gestion;
- les actionnaires accordant la priorité à la création de richesse, ils sont extrêmement bien placés pour jouer un rôle d'observateurs critiques non seulement pour eux-mêmes, mais aussi pour les autres parties prenantes.

L'influence des actionnaires sur la société est principalement fonction de leurs possibilités d'accès aux informations pertinentes sur la société et de leur capacité à exercer leurs droits d'actionnaires lors des assemblées générales (AG).

Depuis 1979<sup>3</sup>, la législation communautaire impose aux sociétés cotées des obligations en matière de traitement des actionnaires. Outre que tous les actionnaires dans une position équivalente doivent être traités de la même manière, les sociétés émettrices sont tenues de veiller à ce que les actionnaires disposent de toutes les facilités et informations nécessaires pour exercer leurs droits.

#### **3.1. Directive sur la transparence**

Ces obligations ont été actualisées et renforcées dans la proposition de directive sur la transparence<sup>4</sup>, sur laquelle le Conseil est parvenu à un accord politique en mai 2004 et qui devrait être adoptée formellement à l'automne 2004. La directive sur la transparence impose un certain nombre d'exigences minimales en matière de divulgation des informations périodiques et continues aux les émetteurs dont les titres sont déjà admis à la négociation sur un marché réglementé de l'UE.

Outre l'obligation imposée aux émetteurs de publier des rapports financiers annuels, des rapports semestriels et des rapports de gestion intérimaires, la directive prévoit une

---

<sup>3</sup> Schedule C (2) of Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing. Council Directive 79/279/EEC, as amended, was codified in Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on the information to be published on those securities.

<sup>4</sup> Directive of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements with regard to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC (soon to be formally adopted)

obligation de notification en cas d'acquisition ou de cession de participations importantes et/ou de droits de vote au-delà ou en deçà de certains seuils.

La directive introduit également des exigences concernant les informations que les sociétés émettrices seront tenues de communiquer aux détenteurs d'actions. En vertu de l'article 13, paragraphe 2, de la directive, les émetteurs d'actions seront tenus de veiller à ce que toutes les facilités et informations dont ont besoin les détenteurs d'actions pour exercer leurs droits soient disponibles dans l'État membre d'origine de l'émetteur. Les émetteurs devront en particulier fournir des informations sur le lieu, la date et l'ordre du jour des assemblées, le nombre total d'actions et de droits de vote et les droits de participation aux assemblées des détenteurs. De plus, l'article 13, paragraphe 2, dispose que les actionnaires ne doivent pas être empêchés d'exercer leur droit de vote par procuration, sous réserve du respect de la législation en vertu de laquelle a été constituée la société émettrice, et impose aux émetteurs de tenir à la disposition de toute personne en droit de voter des formulaires sous forme électronique ou papier. Enfin, les émetteurs seront tenus de désigner un établissement financier en qualité d'agent par l'intermédiaire duquel les actionnaires pourront exercer leurs droits financiers, ainsi que de publier des avis et de diffuser des circulaires concernant l'attribution et le paiement de dividendes et l'émission de nouvelles actions. L'article 17 stipule pour sa part que l'information réglementée, y compris l'information relative aux AG, doit être publiée en temps opportun et sur une base non discriminatoire.

En application de l'article 13, paragraphe 3, les États membres doivent autoriser l'emploi de moyens électroniques pour la transmission d'informations aux actionnaires, sous réserve que cette décision soit prise en AG et remplisse les conditions suivantes: l'utilisation de moyens électroniques ne doit pas dépendre de l'emplacement du siège ou de la résidence de l'actionnaire, des procédures d'identification doivent permettre de faire en sorte que les actionnaires ou les personnes ou entités habilitées à exercer ou à superviser l'exercice des droits de vote soient effectivement informés, une demande écrite de consentement à l'utilisation de moyens électroniques doit être envoyée aux actionnaires (leur consentement sera réputé acquis s'ils ne s'y opposent pas), l'émetteur doit déterminer la répartition des coûts liés à la transmission de l'information par voie électronique.

### **3.2. Droits des actionnaires**

Afin que les actionnaires puissent pleinement jouer leur rôle dans le processus de prise de décisions de leur société, il est possible que certains aspects liés à l'organisation des AG et à l'exercice des droits des actionnaires doivent encore être examinés, notamment pour assurer la suppression effective des obstacles à l'accès transfrontalier à l'information, à la participation effective à l'assemblée générale et au vote.

Pour être efficace, toute approche visant à encourager une participation plus active des actionnaires doit traiter la question du pouvoir de contrôler les droits de vote et se focaliser sur les trois étapes essentielles liées aux AG.

- L'actionnaire détient ordinairement tous les droits liés à ses actions, y compris le pouvoir de voter. Des difficultés particulières existent cependant pour le vote transfrontalier, la détention des actions se diluant souvent dans une chaîne d'intermédiaires. Dans de tels cas, celui qui a effectivement investi dans les actions n'est en général pas formellement considéré comme un actionnaire de la société et est donc privé des droits de vote attachés aux actions dans lesquelles il a investi. En outre, il est possible dans certains cas que plus d'une personne de la chaîne puisse

revendiquer le pouvoir d'exercer le droit de vote attaché à ces actions. Les problèmes juridiques posés par le vote transfrontalier sont examinés par un groupe international d'experts sur le «vote transfrontalier en Europe» créé à l'initiative du ministre néerlandais de la justice<sup>5</sup>. Ce groupe a formulé une série de recommandations sur les droits et obligations des propriétaires réels/investisseurs et des intermédiaires en valeurs mobilières, cela en vue d'assurer que les investisseurs réels puissent exercer effectivement les droits de vote attachés aux actions dans lesquelles ils ont investi.

- Les modalités selon lesquelles les sociétés contrôlent l'admission aux AG est un autre élément à prendre en compte. Le droit de voter à une AG est en général subordonné à la détention d'une action à une date donnée ou pour un laps de temps prédéfini précédant l'AG. Dans les législations nationales, les critères d'admission et de participation aux AG actuellement appliqués prennent en général la forme d'un blocage des actions ou de l'obligation de détenir les actions au moins depuis une date donnée précédant l'assemblée générale (date d'inscription au registre des actionnaires). La procédure de blocage des actions, du fait de sa lourdeur, est de nature à décourager la participation des actionnaires à l'AG et devrait donc être supprimée.
- En ce qui concerne la phase précédant l'AG, il est important que les actionnaires reçoivent l'information et la documentation pertinentes en ce qui concerne l'exercice de leurs droits de vote suffisamment à l'avance pour leur permettre de participer au vote. Les exigences à ce niveau devront donc prendre en compte les spécificités de l'exercice du droit de vote par des actionnaires non résidents. La technologie moderne peut offrir des solutions à nombre de difficultés pratiques, et une approche appropriée pourrait être recherchée à ce niveau.
- Il conviendra ensuite d'examiner les droits des actionnaires dans le cadre du déroulement même de l'AG, vote compris. Les obligations et restrictions légales portant sur le droit de poser des questions et de soumettre des propositions empêchent souvent les petits actionnaires d'avoir un rôle actif. En outre, le vote «in absentia», exercé directement ou par procuration, ne doit pas être soumis à des contraintes trop lourdes afin de permettre le vote à distance, en particulier transfrontalier. La valeur ajoutée que peuvent apporter les nouvelles technologies pour résoudre ces problèmes devra être prise en considération. Au niveau de l'organisation concrète de l'AG, les technologies modernes peuvent contribuer à remodeler le déroulement des AG en y introduisant une plus grande souplesse. On pourrait s'inspirer des droits nationaux de certains États membres qui autorisent déjà, par exemple, l'assistance et la participation aux AG par des moyens électroniques (webcams) et le vote électronique. Pour que de telles facilités soient étendues à toute l'UE, il est indispensable que les dispositions légales et réglementaires régissant l'organisation et la participation aux assemblées générales ne s'opposent pas à leur emploi.
- Au niveau de la phase postérieure à l'AG, les actionnaires ont aussi parfois des difficultés pour recevoir les résultats des votes et le compte rendu des discussions (y compris les réponses aux questions posées par les actionnaires). Une autre difficulté

---

<sup>5</sup> The Final report of this Group is available on the website of the Dutch Ministry of Justice : [http://www.minjust.nl:8080/b\\_organ/wodc/publications/ond02\\_6.pdf](http://www.minjust.nl:8080/b_organ/wodc/publications/ond02_6.pdf)

provient de l'absence de confirmation que les votes ont bien été exécutés selon les instructions.

## PRINCIPALES QUESTIONS

### 4. CHAMP D'APPLICATION – SOCIÉTÉS COTÉES<sup>6</sup>

Les sociétés cotées, c'est-à-dire les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'un ou de plusieurs marchés réglementés, tendent à avoir un actionnariat plus dispersé que les sociétés non cotées. En fait, la proportion du capital-actions des sociétés cotées de l'UE détenue par des non résidents est en augmentation constante et dépasse actuellement les 30-40% sur certains marchés réglementés. C'est donc en priorité pour les sociétés cotées que l'exercice du droit de vote par les actionnaires non résidents doit être facilité, ces derniers rencontrant souvent des difficultés pour participer aux assemblées générales et pour voter, ce qui les dissuade d'exercer leurs droits. Si des mesures visant à renforcer les droits des non résidents sont surtout pertinentes dans le cas des sociétés cotées, les sociétés non cotées pourraient toutefois elles aussi bénéficier des facilités développées pour les actionnaires des sociétés cotées.

*Les parties intéressées conviennent-elles que le champ d'application de la future proposition sur les droits des actionnaires doit être restreint aux sociétés dont les actions sont admises à la négociation («sociétés cotées»), les États membres pouvant être invités à étendre le bénéfice des facilités prévues aux sociétés non cotées?*

### 5. POUVOIR DE CONTROLER LE DROIT DE VOTE

Les principaux droits attachés aux actions incluent, outre le droit de céder les actions, le droit de perception de dividendes (si la société fait des bénéfices) et le droit de participer et de voter aux assemblées générales.

Dans l'UE, les législations nationales prévoient en général que le droit de vote échoit à l'actionnaire. La détermination de la qualité d'actionnaire dépend de la façon dont les actions sont détenues. Les droits de vote attachés aux actions nominatives appartiennent d'ordinaire aux personnes ou entités inscrites au registre des actionnaires de la société. Les droits de vote sur les actions au porteur appartenait en général – et continuent à appartenir dans certains pays – aux personnes ou entités en possession d'un certificat physique attestant de la propriété des actions. Dans les nombreux pays qui ont opté pour une dématérialisation des valeurs mobilières, et où il n'y a plus de certificat physique pour les actions au porteur, les actionnaires autorisés à voter sont les personnes ou entités dont les banques ont certifié aux émetteurs qu'ils détenaient des actions.

---

<sup>6</sup> The words 'listed companies' used here cover the companies whose securities are admitted to trading on a regulated market in one or more Member States within the meaning of Council Directive 2004/39/EC

Il existe cependant des situations dans lesquelles les personnes ou entités qui ont investi effectivement dans les actions ne sont pas formellement considérées comme des «actionnaires» de la société et sont donc privées des droits de vote attachés à leurs actions.

Cela peut être le cas lorsque les actions ont été acquises par l'entremise d'intermédiaires. Ce cas de figure est particulièrement fréquent dans un contexte transfrontalier car les investisseurs achetant des actions de sociétés basées dans d'autres États membres passent généralement par une chaîne d'intermédiaires et, de ce fait, c'est un intermédiaire de la chaîne, et non l'investisseur, qui est formellement actionnaire de la société et donc juridiquement habilité à voter.

Le droit de vote peut également être perdu par l'investisseur dans le cadre de certains arrangements contractuels comme le prêt de titres, où les droits de vote passent à l'emprunteur. De même, ce ne sont pas les investisseurs détenant des certificats de dépôt représentant des actions qui disposent généralement des droits de vote attachés à ces actions, mais leurs dépositaires. Toutes ces questions seront examinées dans le document.

### **5.1. Vote transfrontalier**

Sous l'effet de l'intégration croissante des marchés financiers de l'UE, les investissements transfrontaliers en actions se sont fortement développés au cours des dernières décennies. On observe ainsi au Royaume-Uni une rapide augmentation de la proportion des actions détenues par des investisseurs étrangers, celle-ci passant de 3,6% en 1981 à 32,3% en 2003, la valeur (réelle) du portefeuille d'investissements à l'étranger du Royaume-Uni passant pour sa part de 67 milliards de GBP en 1987 à 441 milliards en 2003.<sup>7</sup> En France, on estime qu'entre 35% et 40% de la capitalisation du marché sur la place de Paris est détenue par des non résidents.

L'actionnariat transfrontalier dans l'UE implique d'ordinaire des chaînes d'intermédiaires en valeurs mobilières qui sont membres de dépositaires centraux de titres, nationaux ou internationaux. En règle générale, les investisseurs étrangers recourent aux services d'un intermédiaire en valeurs mobilières (une banque par exemple). Les investisseurs institutionnels confient souvent la gestion de la totalité de leur portefeuille d'investissement à un dépositaire international. Ce dépositaire international passera alors contrat avec un sous-dépositaire (ou dépositaire local) pour l'ouverture d'un compte titres dans l'État membre de l'émetteur. Le dépositaire local dispose d'un compte titres auprès du dépositaire central de titres (DCT) du pays. Le rôle du CST consiste à assurer le suivi de tous les titres émis sur le marché local et à garantir le transfert des droits de propriété afférents aux actions. Il existe donc toute une série d'intermédiaires qui s'interposent entre l'investisseur final et la société émettrice. La plupart du temps, c'est un intermédiaire, généralement celui qui est le plus proche de la société émettrice dans la chaîne, qui sera juridiquement considéré comme l'«actionnaire» de cette société et détiendra les droits de vote attachés aux actions.

---

<sup>7</sup> UK Office for National Statistics, "Share Ownership, a report on ownership of shares as at 31 December 2003"

### 5.1.1. *Pouvoir de contrôler le droit de vote*

Quand des investisseurs étrangers ont acquis des actions au porteur ou nominatives, ils ne peuvent le plus souvent faire valoir leurs droits sur ces actions qu'en faisant référence aux comptes qu'ils détiennent auprès d'intermédiaires en valeurs mobilières. Si les investisseurs étrangers jouissent en général des droits financiers attachés aux actions acquises (paiement de dividendes par exemple), il est en revanche moins évident, eu égard à la chaîne d'intermédiaires les séparant de la société émettrice, de dire comment ils pourraient faire prévaloir leurs droits sur les votes attachés aux actions au détriment des autres détenteurs de la chaîne d'intermédiaires. En effet, de nombreux intermédiaires sont habilités par la législation du pays où ils détiennent des comptes à contrôler les droits de vote des actions inscrites sur leurs comptes, ce qui risque de mener à une accumulation de revendications sur ces droits. De plus, certains États membres ne reconnaissent pas aux dépositaires globaux et autres intermédiaires le droit de voter au nom d'actionnaires non résidents.

Pour ces divers motifs, les sociétés émettrices ont du mal à identifier les personnes ou entités qui contrôlent les droits de vote. Toute solution à ce problème devra au minimum atteindre les trois objectifs suivants: en premier lieu, assurer la sûreté juridique sur l'identité de la personne/entité contrôlant les droits de vote, à l'exclusion de toute autre personne/entité. En second lieu, attribuer le pouvoir de contrôler les droits de vote au plus près de la personne/entité qui détient l'intérêt économique dans les actions. En troisième lieu, la solution retenue doit tenir dûment compte des situations impliquant des pays tiers.

En l'absence de règles communautaires ou internationales sur la base desquelles il serait possible de déterminer que les investisseurs finals sont habilités à contrôler le droit de vote afférent aux actions dans lesquelles ils ont investi, les émetteurs appliquent leurs législations nationales et, le plus souvent, considèrent que ce sont les intermédiaires placés le plus en aval de la chaîne qui sont habilités à voter. On doit cependant insister sur le fait que ce qu'il est indispensable de définir, ce n'est pas l'identité de l'actionnaire qui est légalement habilité à voter (cette définition est au cœur des règles et de la structure du droit des sociétés national), mais bien l'identité de la personne qui a le pouvoir de contrôler le droit de vote. Plusieurs options pourront alors être offertes à cette personne habilitée à contrôler le droit de vote pour assurer qu'elle peut l'exercer effectivement. Les technologies modernes peuvent apporter une contribution utile, mais il convient de ne pas sous-estimer les difficultés qu'il y aurait à assurer des communications électroniques sans faille entre intermédiaires de toute l'UE.

Une option envisageable consisterait à considérer que la personne habilitée à contrôler le droit de vote est la dernière personne morale ou physique détenant un compte titres dans la «chaîne» et qui n'est pas un intermédiaire en valeurs mobilières admis comme participant des systèmes de détention de titres gérés au niveau européen par des dépositaires centraux de titres (comme Euroclear) ou des dépositaires centraux de titres internationaux (comme Clearstream). En application de cette règle de base, l'investisseur final serait habilité à contrôler le droit de vote, que son compte soit ouvert auprès d'un intermédiaire en valeurs mobilières du pays de l'émetteur ou d'un autre pays de l'UE.

Dans la plupart des cas, la règle proposée désignerait la personne ou institution qui possède un véritable intérêt économique dans les actions, à savoir celle qui prend les décisions d'investissement finales. Il y aurait cependant des exceptions:

- un conservateur européen détenant des actions pour le compte de clients qui sont des investisseurs institutionnels serait considéré comme l'investisseur final s'il n'est pas un intermédiaire en valeurs mobilières. Cette solution pourrait ne satisfaire ni l'émetteur, ni l'investisseur ayant le véritable intérêt économique dans les actions – lequel peut vouloir exercer directement ses droits de vote sans avoir à obtenir l'autorisation préalable du conservateur. Il serait donc peut-être souhaitable d'envisager une définition de l'intermédiaire en valeurs mobilières qui couvrirait également tous les conservateurs nationaux et internationaux;
- les intermédiaires en valeurs mobilières situés dans des pays tiers, qui ne sont pas eux-mêmes membres d'un système européen de détention de titres, pourraient être considérés comme des investisseurs finaux. Or, dans la majorité des cas, ces intermédiaires ne souhaitent pas exercer les droits de vote eux-mêmes, alors que leurs clients pourraient en revanche vouloir déterminer le sens du vote attaché aux actions. Dans ces conditions, il pourrait être souhaitable d'autoriser un investisseur final qui est un intermédiaire pour le compte de tiers à désigner ses clients à sa place, les habilitant ainsi à contrôler le droit de vote.

Dans ces conditions, il convient d'examiner la question de savoir si les intermédiaires en valeurs mobilières considérés comme des investisseurs finaux doivent être tenus de divulguer l'identité de leurs clients à la demande de l'émetteur lorsque ce dernier soupçonne qu'un investisseur final détient en fait les actions pour le compte de tiers. En cas de refus de divulgation, l'émetteur pourrait ne pas tenir compte des votes exprimés correspondant aux actions détenues par cet investisseur final.

***Les parties intéressées pensent-elles que la future proposition de directive doit mettre en place un mécanisme d'identification de la personne habilitée à contrôler le droit de vote, celle-ci étant la dernière personne physique ou morale qui détient un compte titres dans la «chaîne» d'intermédiaires et qui n'est ni un intermédiaire en valeurs mobilières membre de systèmes européens de détention de titres, ni un conservateur de titres?***

***Convient-il également de donner à un intermédiaire non admis à participer à un système européen de titres mais détenant des actions pour le compte de clients la possibilité de désigner ses clients à sa place pour le contrôle des droits de vote? L'intermédiaire doit-il alors être tenu de divulguer l'identité de ses clients à la demande de l'émetteur?***

#### 5.1.2. Exercice du droit de vote

Des mesures supplémentaires seront indispensables pour assurer que l'investisseur final peut effectivement exercer son pouvoir de contrôler les droits de vote. Afin de respecter la diversité des droits des sociétés nationales sur la question du droit de vote formel, les États membres disposeraient des options suivantes :

- (1) l'investisseur final est reconnu comme l'actionnaire habilité à voter. Cette solution convient aux systèmes basés sur des actions au porteur;
- (2) l'investisseur final est désigné comme habilité à voter sur le registre des actionnaires. Solution qui convient aux systèmes d'actions nominatives;



- (3) l'investisseur final reçoit une procuration de l'intermédiaire formellement habilité à voter. L'intermédiaire dispose formellement du droit de vote mais donne procuration à l'investisseur final;
- (4) l'investisseur final donne des instructions de vote à l'intermédiaire qui est l'actionnaire formel. Pour ménager cette possibilité, les États membres doivent veiller à ce que les votes panachés émis par les intermédiaires soient acceptés. Enfin, l'intermédiaire ne doit être autorisé à exercer les droits de vote que sur la base d'instructions claires ou d'un accord avec l'investisseur final.

On pourrait aussi envisager des dispositions qui feraient en sorte que les options 3 et 4 soient toujours proposées à l'investisseur final.

Les quatre options ci-dessus, accompagnées de règles appropriées permettant aux actionnaires de voter sans être présents (telles que proposées à la section 6 ci-après), devraient assurer à l'investisseur final une véritable possibilité d'exercer ses droits de vote. Ce serait alors à l'intermédiaire financier qu'il incomberait de donner à l'investisseur final les pouvoirs nécessaires pour contrôler ou exercer son droit de vote, directement ou indirectement.

***Les parties intéressées sont-elles favorables à ce type de dispositions qui permettraient à l'investisseur final d'exercer son pouvoir de contrôler les droits de vote?***

***Estiment-elles également que l'investisseur final devrait toujours disposer de la possibilité soit de donner des instructions de vote à l'intermédiaire financier, soit de recevoir une procuration de ce même intermédiaire financier?***

### *5.1.3. Authentification de l'investisseur final*

Pour être sûre et fiable, une procédure de vote exige d'évidence un système d'authentification et de certification permettant d'établir avec certitude quel investisseur final détient quelles actions et à quel moment et d'assurer qu'il n'y aura pas de double vote pour des actions données. Les actions détenues par un investisseur final participant au vote devront être authentifiées et certifiées par la société émettrice. Le processus d'authentification sera lancé à l'initiative de l'investisseur final, ce qui supposera la coopération de l'intermédiaire en valeurs mobilières, lequel devra indiquer à la société organisant l'AG quels sont les investisseurs finaux habilités à voter ou à donner des instructions de vote. le processus d'authentification devrait donc être lancé à l'initiative de l'investisseur final qui en informerait alors son intermédiaire. La question qui se pose ensuite est de savoir quel intermédiaire sera responsable de l'authentification.

Pour résoudre ce problème, deux principales solutions peuvent être envisagées:

- une première méthode, en vertu de laquelle seul le dernier intermédiaire en valeurs mobilières de la chaîne, auprès duquel l'investisseur final détient le compte, serait chargé de l'authentification des actions de l'investisseur final. L'émetteur n'aurait ainsi qu'à se baser uniquement sur cette certification pour décider de l'admission au vote des investisseurs finaux;

- une seconde option, qui exigerait un processus d'authentification faisant intervenir toute la chaîne d'intermédiaires, du dernier intermédiaire en valeurs mobilières jusqu'à l'intermédiaire le plus proche de l'émetteur. Ce dernier certifierait alors formellement à l'émetteur que l'investisseur final détient une quantité d'actions donnée. La qualité pour voter de l'investisseur final serait donc prouvée par une chaîne d'attestations.

Les principaux critères à prendre en considération pour déterminer quelle est la meilleure option sont en particulier les coûts et les charges administratives ainsi que la fiabilité de la procédure d'authentification. Le groupe d'experts sur le vote transfrontalier a recommandé la deuxième approche en considérant, d'une part, qu'elle offrait plus de garanties que seul l'investisseur final détenant les actions pourrait exercer le vote qui leur est attaché et, d'autre part, que la technologie moderne permettrait aux intermédiaires en valeurs mobilières de se communiquer les informations pertinentes rapidement, efficacement et à un coût minime.

***Les parties intéressées sont-elles favorables à ce que les intermédiaires en valeurs mobilières soient tenus de certifier à la société émettrice quels sont les investisseurs finaux habilités à contrôler les droits de vote et pour quel nombre d'actions? Quelle est à votre avis la meilleure option pour la réalisation de ce processus d'authentification et de certification?***

***La future proposition devra-t-elle trancher la question des parties qui devront supporter le coût de la procédure d'authentification?***

## **5.2. Prêts de titres**

Le prêt de titres suppose un transfert de titres entre un prêteur et un emprunteur, l'emprunteur s'engageant à restituer des titres équivalents au prêteur à une date donnée. Le prêt de titres contribue à assurer la liquidité des marchés et il est estimé qu'il représente une partie significative des transactions quotidiennes sur titres.

L'impact global du prêt de titres sur les droits de vote est important dans la mesure où le prêteur perd le contrôle du droit de vote au profit de l'emprunteur. La principale difficulté semble être la compréhension insuffisante des conséquences de la transaction par les parties. Même si le prêt de titres est parfois basé sur des accords contractuels qui précisent que l'investisseur final est informé du prêt, il a été souligné que tous les investisseurs finaux ne sont pas informés du fait que les actions détenues par des intermédiaires pour leur compte ont été prêtées, et que cela suppose que le droit de vote a été transféré avec les actions. Les prêteurs (DCT, intermédiaires) devraient donc informer clairement leur client que ses droits de vote ont été transférés. Si tel n'est pas le cas, l'investisseur final risque de ne pas être au courant de sa situation au moment décisif de l'habilitation à voter en assemblée générale.

Certains font valoir que ce problème relève du droit contractuel et peut être résolu entre participants au marché moyennant l'introduction de clauses appropriées dans le contrat de prêt de titres. D'autres considèrent que c'est à la réglementation qu'il revient d'assurer la plus grande clarté en ce qui concerne les droits des actionnaires et les obligations des intermédiaires. D'aucuns avancent même l'argument selon lequel les incertitudes portant sur la «propriété» des droits de vote dans le cadre d'un prêt de titres ne peuvent être évitées qu'en interdisant le prêt de titres aux moments décisifs

d'exercice des droits de vote ou en imposant une restitution des titres avant l'AG, en particulier lorsque des résolutions conflictuelles sont susceptibles d'être mises au vote.

*Les parties intéressées estiment-elles que la pratique du prêt de titres crée des problèmes pour l'exercice des droits de vote, en particulier dans un contexte transfrontalier, et que ces problèmes doivent être traités au niveau de l'UE? d'éventuelles dispositions en ce sens doivent-elles principalement viser à renforcer la transparence et à protéger les intérêts des investisseurs à long terme?*

### 5.3. Certificats de dépôt d'actions («Depositary Receipts»)

Ces certificats de dépôt attestent de la propriété des actions sous-jacentes détenues par des intermédiaires, généralement appelés dépositaires, à des fins de conservation. Le dépositaire détient les certificats d'actions et délivre les certificats de dépôt. Il collecte les dividendes et les redistribue aux détenteurs des certificats de dépôt. Les dépositaires sont donc généralement considérés comme l'actionnaire légal. Les certificats de dépôt d'actions sont des instruments négociables et un moyen pratique de faciliter la cotation d'une action étrangère sur un marché national sur lequel une inscription directe à la côte n'est pas possible.

Une des questions qui se posent est de savoir si les détenteurs de certificats de dépôt d'actions doivent bénéficier des mêmes droits que les actionnaires, en particulier pour ce qui concerne les droits de vote. Dans certains cas, les droits respectifs du détenteur de certificats de dépôt d'actions, du dépositaire et de la société émettrice sont fixés par la convention de dépositaire. Il semblerait qu'une clause standard de ces conventions de dépositaire prévoit que les détenteurs de certificats de dépôt d'actions ne peuvent avoir le droit de voter que si la société émettrice demande formellement au dépositaire d'inviter ces détenteurs à voter. Dans les autres cas, il n'y a pas de transfert du droit de vote pour ces certificats de dépôt d'actions et leur détenteur ne peut donc pas exercer les droits de vote attachés aux actions sous-jacentes. Ces droits sont conservés par l'intermédiaire.

Le problème est de savoir s'il convient de reconnaître que les détenteurs de certificats de dépôt d'actions détiennent les droits attachés aux actions sous-jacentes. Cela supposerait la suppression de toute exclusion spécifique qui priverait les détenteurs de certificats de dépôt des droits, y compris de vote, associés aux actions. Les conventions de dépositaire devraient alors permettre aux détenteurs de certificats de dépôt d'actions de voter directement ou par le biais du dépositaire, que l'émetteur lui ait ou non demandé d'inviter les détenteurs à voter.

*Les parties intéressées considèrent-elles que la détention de droits par le dépositaire pose des problèmes qui doivent être traités par la future proposition de directive? dans l'affirmative, convient-il de permettre aux détenteurs de certificats de dépôt d'actions d'être reconnus comme détenant les droits attachés aux actions sous-jacentes et de supprimer toute exclusion spécifique du droit de vote?*

## 6. PHASE PRECEDANT L'ASSEMBLEE GENERALE ANNUELLE

### 6.1. Communication de l'information pertinente pour les AG

Les investisseurs ne peuvent prendre des décisions bien informées que s'ils disposent en temps opportun de tous les éléments pertinents.

La première des informations pertinentes pour une personne en droit de voter concerne la date de convocation de l'assemblée générale. L'article 13, paragraphe 2, de la directive sur la transparence stipule que les sociétés émettrices doivent fournir des informations concernant le lieu, la date et l'ordre du jour des réunions, le nombre total d'actions et de droits de vote et les droits des détenteurs à participer aux réunions. L'article 17 de la même directive dispose, pour sa part, que l'information prévue par la réglementation (y compris les informations qui précèdent) doit être communiquée en temps utile et sur une base non discriminatoire. En application de l'article 13, paragraphe 3, les États membres doivent autoriser les émetteurs à utiliser des moyens électroniques pour communiquer ces informations aux actionnaires, sous réserve qu'une décision en ce sens soit prise en assemblée générale et du respect de certaines conditions; la future proposition modifiant les 4<sup>ème</sup> et 7<sup>ème</sup> directives de droit des sociétés, qui impose aux sociétés cotées de publier un rapport annuel de gouvernement d'entreprise, vise également à améliorer la transparence de l'exercice des droits des actionnaires (publication des règles et procédures que doivent suivre les actionnaires pour être habilités à exercer leur droit de vote, facilités à mettre à leur disposition et étapes à suivre).

De plus, les convocations à l'assemblée doivent en principe parvenir aux personnes habilitées à contrôler les droits de vote suffisamment à l'avance. Cette exigence revêt une importance particulière pour les investisseurs transfrontaliers, qui peuvent avoir besoin de délais plus longs pour recevoir l'information et retourner le formulaire de vote ou donner des instructions de vote à temps s'ils ne peuvent pas assister à l'AG. On peut observer de grandes différences entre les États membres au niveau des délais minimaux et maximaux de publication des convocations à l'AG. Des délais trop courts peuvent nuire à la participation effective des actionnaires. Il est également important que les investisseurs puissent avoir accès en temps utile à la documentation pertinente pour assurer une participation effective à l'AG. Les investisseurs se plaignent souvent du fait que toutes les informations pertinentes liées à l'assemblée générale ne leur sont pas facilement accessibles. Enfin, les personnes habilitées à contrôler les droits de vote devraient être informées de leurs droits, de la façon dont elles peuvent les faire valoir et des facilités mises à leur disposition en ce qui concerne le vote (procuration, vote «in absentia») et l'assemblée générale elle-même (droit de poser des questions ou de présenter des résolutions). Les questions clés sont donc au nombre de deux:

1. le délai dans lequel tous les documents pertinents, y compris les formulaires de procuration, sont mis à la disposition ou distribués aux investisseurs. Dans certains cas, les informations sont communiquées par étapes et ce n'est qu'à une date très proche de la tenue de l'AG que tous les détails sur les points de l'ordre du jour et les résolutions sont divulgués, une situation de nature à compromettre l'exercice effectif des droits des actionnaires, en particulier dans un contexte transfrontalier (délais plus longs, difficultés linguistiques, etc.);
2. la méthode de transmission. L'article 13 de la directive sur la transparence donne déjà aux sociétés émettrices la possibilité d'user de moyens électroniques

pour transmettre l'information pertinente à leurs actionnaires avant l'AG. Les émetteurs pourront ainsi mettre en ligne toute l'information et la documentation pertinentes sur leur site web et les investisseurs n'auront donc qu'à «puiser» dans l'information disponible sur le site web de l'émetteur. Outre cette possibilité de communiquer l'information en la mettant en ligne sur le site web de l'émetteur, l'autre question qui se pose est de savoir si les émetteurs doivent ou non être tenus de consacrer une section spécifique de leur site à la publication de toutes les informations qu'ils ont l'obligation de produire et de publier, en particulier en rapport avec l'AG. Même si l'utilisation de moyens électroniques pour communiquer l'information requise aux investisseurs est désormais possible, la généralisation de leur utilisation réclamera peut-être un certain temps. Or, en attendant cette généralisation du recours aux communications électroniques, les investisseurs finaux doivent conserver la certitude qu'ils recevront l'information pertinente en temps utile: il pourrait donc être souhaitable de prévoir des mesures pour assurer que cette information leur est effectivement adressée. Pour ce faire, on pourrait imposer aux intermédiaires la responsabilité de diffuser l'information, qu'ils transmettraient tout au long de la chaîne, de la société émettrice à l'investisseur final. On peut aussi envisager que la société émettrice préfère se charger elle-même de diffuser directement l'information auprès des investisseurs finaux et de veiller à ce qu'ils puissent exercer leurs droits de vote. Pour que cette communication directe des informations des émetteurs aux investisseurs finaux soit possible, il faudrait que les intermédiaires informent la société émettrice, à sa demande, de l'identité et des coordonnées de ses investisseurs finaux. Une telle communication directe avec les investisseurs finaux devrait toutefois être accompagnée de garanties appropriées de protection de la vie privée des investisseurs finaux, par exemple en donnant à ces derniers la possibilité de notifier aux intermédiaires qu'ils refusent la communication de ces données d'identification.

***Les parties intéressées estiment-elles que la future proposition doit contenir des dispositions relatives à la diffusion de la convocation à l'AG et de la documentation afférente ainsi que certaines règles concernant la communication de cette information? quelles devraient être ces règles?***

***Convient-il également d'exiger des sociétés émettrices qu'elles consacrent une section spéciale de leur site web à la publication de toutes les informations liées aux assemblées générales? les sites webs des émetteurs ou ces sections spéciales doivent-ils aussi contenir une présentation des droits des actionnaires et des investisseurs en relation avec le vote (vote par procuration ou «in absentia») et l'AG (droit de poser des questions et de présenter des résolutions)?***

***La future proposition de directive devra-t-elle traiter de la façon dont la société émettrice «communique» l'information à l'investisseur final? dans l'affirmative quelle est celle des deux approches (chaîne ou communication directe) que vous préférez? Convient-il de donner à l'investisseur final la possibilité de refuser de se soumettre à ce système d'identification?***

## 6.2. Admission /participation à l'AG – blocage des actions

Les États membres utilisent deux principaux types de mécanismes pour assurer que seules les personnes ou entités détenant des droits de vote participent et votent à l'assemblée générale:

- une première méthode, en vertu de laquelle toute personne ou entité ayant le droit de voter à la date de la tenue de l'assemblée générale est habilitée à y voter;
- le deuxième système fixe une date butoir, antérieure à celle de l'assemblée, pour l'inscription au registre des actionnaires (système de la date d'inscription).

Dans ces deux types de systèmes, plusieurs formes d'approche coexistent.

- Dans les systèmes où la date de l'assemblée des actionnaires est décisive, plusieurs méthodes sont actuellement utilisées pour s'assurer que seules les personnes habilitées à voter le jour de l'assemblée peuvent participer au vote. Souvent, ces méthodes entraînent un blocage des actions, une pratique qui impose aux investisseurs de déposer leurs actions auprès d'un établissement donné avant une certaine date précédant celle de l'assemblée, les actions étant bloquées et ne pouvant être négociées sur cette période. Dans les systèmes où les titres sont dématérialisés, les banques certifient à la société émettrice que les actions détenues sur leurs comptes sont bloquées et ne pourront donc pas être cédées. De nombreux investisseurs, en particulier ceux résidant à l'étranger, considèrent ces obligations de blocage comme trop pesantes et tendent à renoncer à l'exercice de leur droit de vote pour ne pas perdre leur capacité à réagir aux évolutions du marché en les appliquant. Une autre méthode consiste à procéder à un rapprochement des opérations sur actions à des fins d'identification, jusqu'à la date de l'AG ou peu avant (24 ou 48 heures). La vérification des habilitations à voter peut ainsi se faire sans bloquer la libre disposition des actions et ne suppose donc pas de coûts pour les actionnaires. Les émetteurs utilisent ce système pour les garanties de sûreté qu'il offre.
- Plusieurs États membres ont déjà adopté le système de la date d'inscription au registre des actionnaires pour le substituer au blocage des actions. En vertu de ce système, une date donnée précédant l'AG est fixée, date à laquelle l'investisseur doit posséder les actions lui donnant droit de voter et être enregistré comme actionnaire. Les actionnaires ne sont tenus de s'identifier qu'une seule fois et des opérations sur les actions peuvent être réalisées après la date d'inscription. La durée maximum de la période précédant l'AG varie d'un État membre à l'autre, mais la date qui l'ouvre est en général très proche de l'AG. Aux États-unis, le droit des sociétés de certain États autorise néanmoins de fixer la date d'inscription jusqu'à 50 jours avant l'AG. La fixation d'une date d'inscription proche de l'AG ne diffère que très peu du rapprochement des opérations sur actions puisque, dans les deux cas, les actionnaires conservent la possibilité de vendre ou de prêter leurs actions et que les deux systèmes permettent d'assurer que le droit de vote n'est accordé qu'aux seuls actionnaires qui, à une date donnée, détiennent un nombre correspondant d'actions.

Bien que certains États membres aient pris des initiatives pour réformer leur législation dans ce domaine, le système du blocage des actions est encore pratiqué dans de nombreux pays. De nombreux indices tendent à suggérer que cette obligation imposée pour participer au vote est considérée comme excessivement contraignante

par les investisseurs et certains émetteurs et qu'elle réduit de ce fait la capacité effective des actionnaires à participer au vote. De plus, on note dans certains États membres des incertitudes quant à la date exacte avant laquelle il convient de donner les instructions de blocage. La date réelle à laquelle les actionnaires doivent soumettre leurs instructions de vote et (implicitement) de blocage est en effet sujette à interprétation, et les actions peuvent en fait rester bloquées beaucoup plus longtemps que le délai minimal requis. En outre, plus les acteurs intervenant dans la chaîne d'intermédiaires séparant l'investisseur de l'émetteur seront nombreux, plus tôt seront demandées les instructions de vote et bloquées les actions. Par ailleurs, si l'Ag ne se tient pas à la première convocation, les actions resteront bloquées encore plus longtemps. Pour toutes ces raisons, les investisseurs mentionnent de manière répétée le blocage d'actions comme LA principale raison pour laquelle ils renoncent à exercer leurs droits de vote.

Il conviendra donc d'apprécier s'il y a lieu de continuer à autoriser le blocage des actions dans l'Union européenne ou si cette obligation doit être supprimée et remplacée par un autre système, par exemple fondé sur la date d'inscription, comme cela se fait déjà dans certains États membres. Dans ce cas, est-il souhaitable de définir des critères de détermination du moment décisif pour l'habilitation à voter?

***Les parties intéressées considèrent-elles que les exigences de blocage des actions représentent un obstacle à l'exercice des droits de vote, en particulier pour les investisseurs transfrontaliers?***

***Sont-elles favorables à ce que la future proposition interdise la pratique du blocage des actions et propose aux États membres un autre système de détermination des actionnaires qui sont en droit de participer et de voter lors de l'AG?***

## **7. DROITS DES ACTIONNAIRES EN RELATION AVEC L'AG**

### **7.1. Participation à l'AG par des moyens électroniques**

Autoriser les actionnaires à participer aux assemblées générales traditionnelles par le biais de moyens électroniques, par exemple des médias comme internet ou la vidéoconférence, est une façon de promouvoir la participation des actionnaires au processus de prise de décision. Certains États membres prennent déjà des initiatives pour faciliter la mise au point de systèmes qui rendraient possible cette forme de participation. La participation électronique ne doit pas se limiter à la possibilité d'assister à l'AG par internet ou vidéoconférence. Il doit aussi s'agir d'une certaine forme de participation active dans laquelle les actionnaires auraient aussi la possibilité d'exercer les droits de vote attachés à leurs actions et de poser des questions par voie électronique. Pour ce faire, il sera au préalable indispensable de pouvoir vérifier l'identité des actionnaires et le montant de leurs participations et de concevoir des systèmes électroniques sûrs autorisant cette participation à distance.

À ce stade, les dispositions à arrêter au niveau communautaire devront essentiellement être des dispositions d'application, imposant aux États membres d'introduire dans leur droit des sociétés national la possibilité, pour les sociétés, d'autoriser leurs actionnaires à participer et à voter à l'assemblée générale par voie électronique. Cette possibilité devrait être subordonnée à une décision de l'assemblée générale autorisant le recours aux moyens électroniques et à l'accord de l'actionnaire. Dans de nombreux cas, toutefois, les règles nationales relatives au lieu de tenue de l'AG empêchent les

actionnaires d'y participer par une liaison vidéo depuis un ou plusieurs endroits situés à l'intérieur ou à l'extérieur du pays. Il pourrait donc être nécessaire d'adapter ces dispositions des droits des sociétés nationaux dans un sens prenant dûment en compte les évolutions en cours.

*Les parties intéressées estiment-elles qu'il convient d'interdire aux États membres d'imposer aux sociétés des obligations concernant le lieu de tenue de l'AG qui feraient obstacle au développement de la participation par voie électronique? des critères complémentaires doivent-ils être définis au niveau communautaire pour permettre aux actionnaires de participer aux AG par des moyens électroniques?*

## **7.2. Droit de poser des questions**

À partir du moment où l'on considère que les actionnaires sont pleinement informés préalablement à leur participation aux votes en AG, il est difficile de ne pas leur accorder aussi le droit de poser des questions. En la matière, les États membres imposent cependant différentes exigences qui peuvent déboucher sur une situation considérée comme moins satisfaisante pour les actionnaires, en particulier dans un contexte transfrontalier. C'est ainsi que les questions doivent être soumises par écrit avant l'AG et suffisamment à l'avance dans certains États membres, alors que dans d'autres les questions peuvent être posées oralement au cours de l'AG même. D'autre part, le conseil d'administration n'est pas nécessairement tenu de répondre aux questions posées par les actionnaires, notamment lorsque la réponse supposerait de divulguer des informations commercialement sensibles. Dans certains États membres, il est par ailleurs fréquent que le président du conseil d'administration ait toute discrétion pour limiter la durée des interventions à l'AG.

Les investisseurs se sont montrés favorables à la possibilité de poser des questions par voie électronique en vue d'accélérer les procédures et de les rendre plus efficaces. Une disposition en ce sens serait en cohérence avec celles autorisant le vote électronique des actionnaires et serait une autre façon de promouvoir la participation des actionnaires au processus de prise de décision.

*Les parties intéressées souhaitent-elles que la future proposition de directive définisse des normes minimales concernant la présentation et le traitement des questions des actionnaires dans le cadre de l'AG? dans l'affirmative, quelles devraient être ces normes minimales?*

## **7.3. Droit d'ajouter des points à l'ordre du jour et de déposer des résolutions**

Le droit des actionnaires de soumettre des propositions en vue de leur adoption par l'assemblée générale joue un rôle majeur dans la vie des sociétés. Les exigences ou contraintes légales qui subsistent encore dans les divers États membres empêchent souvent les petits actionnaires d'avoir un rôle actif et sont considérées comme une source potentielle de confusion par les investisseurs, en particulier transfrontaliers. Ces exigences sont principalement des seuils minimaux de participation au capital imposés par les sociétés pour déposer des résolutions et ajouter des points à l'ordre du jour de l'AG annuelle, ainsi que les délais à respecter pour le dépôt des résolutions.



Sur ces points, le droit national des sociétés varie assez nettement d'un État membre à l'autre. En général, la plupart des pays autorisent les actionnaires à déposer des résolutions dès lors qu'ils représentent une proportion donnée du capital (les seuils exigés pouvant aller jusqu'à 20%) et remplissent un certain nombre d'autres conditions. Dans certains États membres, toutefois, la seule condition requise pour ajouter une proposition est de présenter une demande par écrit avant l'AG suffisamment à l'avance, et il n'y a pas d'exigences de représentation minimale dans le capital. Pour les actionnaires, la possibilité d'ajouter des points à l'ordre du jour peut cependant être extrêmement limitée dans certains cas. Cela peut être dû à l'absence de mécanisme légal autorisant des actionnaires minoritaires à déposer des propositions dès lors que l'assemblée générale a été convoquée, ou à la totale discrétion qui est laissée aux sociétés pour décider quels actionnaires bénéficient de tels droits.

Les investisseurs font valoir qu'ils devraient pouvoir faire inscrire des points à l'ordre du jour ou déposer des résolutions plus facilement, même s'ils ne représentent qu'une proportion relativement faible du capital, et cela jusqu'à seulement quelques jours avant la publication de l'ordre du jour ou la tenue de l'AG. Pour ce faire, il faudrait notamment que l'ordre du jour soit connu à l'avance et que l'ordre du jour révisé soit publié nettement avant la tenue de l'AG. Les émetteurs, pour leur part, se méfient de manière compréhensible d'un activisme excessif des actionnaires et sont soucieux d'éviter les problèmes auxquels sont confrontés certains pays tiers, où de nombreuses résolutions sans pertinence sont déposées en raison des seuils très faibles qui sont imposés.

Le groupe de haut niveau, tout en étant conscient de la difficulté qu'il y aurait à définir des critères communs à toute l'UE, a néanmoins considéré que le droit de déposer des résolutions devait être lié au droit de retrait obligatoire et qu'il était souhaitable que les États membres introduisent une règle en vertu de laquelle le seuil nécessaire pour déposer une résolution ne devrait pas être plus élevé que le seuil de retrait obligatoire (ainsi, si le droit des sociétés national prévoit qu'un actionnaire détenant 95% du capital peut forcer les actionnaires minoritaires à se retirer, la participation requise pour pouvoir soumettre des propositions ne devra pas excéder 5% du capital actions).

***Les parties intéressées estiment-elles que la future proposition de directive devra définir un certain nombre de critères relatifs au seuil de participation maximum qui pourra être requis pour déposer des résolutions et inscrire des points à l'ordre du jour de l'AG et au délai exigé pour ce faire avant la tenue de l'AG ? Dans l'affirmative, quels devraient être ces critères minimums ?***

#### **7.4. Vote in absentia**

Avec l'internationalisation croissante des participations au capital des sociétés, du fait d'investisseurs institutionnels ou de particuliers, de plus en plus d'actionnaires rencontrent des difficultés pour être physiquement présents aux assemblées d'actionnaires. Il est donc important que les actionnaires aient la possibilité de participer et de voter, que ce soit en votant directement sans être présents (vote électronique, vote par courrier) ou en donnant des instructions de vote à quelqu'un qui sera présent à l'AG (vote par procuration).

#### 7.4.1. *Vote par correspondance*

Seule une minorité d'États membres autorise actuellement le vote par courrier et les États autorisant le vote électronique sont encore moins nombreux. Malgré les développements des technologies modernes, les sociétés d'un nombre significatif d'États membres n'offrent toujours pas ces options à leurs actionnaires. Des changements dans ce domaine ne pourront se concrétiser que si les sociétés acceptent d'amender leurs statuts en ce sens. Tout système de vote électronique devra être en mesure d'enregistrer les votes des participants individuels et de déterminer le résultat global du vote d'une manière fiable. Il devra également être capable de vérifier l'identité de chaque participant au vote électronique.

***Les parties intéressées estiment-elles que la future proposition doit obliger les États membres à introduire dans leur droit des sociétés la possibilité, pour toutes les sociétés, d'offrir à leurs actionnaires le choix de voter «in absentia» (par correspondance, par voie électronique ou par d'autres moyens)?***

#### 7.4.2. *Vote par procuration*

Le vote par procuration est la procédure par laquelle un actionnaire exerce le droit de vote attaché à ses actions en désignant un représentant qui assistera à l'assemblée générale à sa place et votera en son nom. De nombreux actionnaires estiment que l'obligation d'être physiquement présent à l'assemblée est trop contraignante. Actuellement, les actionnaires ont en général la possibilité de voter par procuration dans tous les États membres.

Toutefois, le bon exercice du vote par procuration (en particulier dans les cas de vote transfrontalier) reste entravé par une série de «protocoles locaux» imposés par les législations nationales. Par exemple, l'obligation de voter à main levée (qui aboutit à une non prise en compte des procurations au premier vote), des restrictions concernant les personnes qui peuvent recevoir des procurations (actionnaires seulement, à l'exclusion des dirigeants, des auditeurs ou des employés), la limitation du nombre d'actionnaires pouvant être représentés par la même personne, etc.

Il existe encore d'autres variations dans les règles applicables à la désignation des mandataires exerçant les procurations; certains États membres continuent ainsi d'exiger une signature manuelle de la procuration, ce qui exclut l'emploi de signatures électroniques. Certains autres imposent aux actionnaires l'obligation d'informer la société de leur intention de désigner un mandataire; par ailleurs, le délai de validité de la procuration peut varier : celle-ci est valable 15 mois dans un État membre, 12 mois dans plusieurs autres, mais seulement pour la durée de l'AG dans une minorité substantielle de pays.

***Les parties intéressées estiment-elles que la future proposition doit contenir des dispositions visant à faciliter le recours au vote par procuration dans tous les États membres et à lever les exigences locales trop contraignantes? dans l'affirmative, quels critères minimaux conviendrait-il de définir au niveau de l'UE, compte tenu des contraintes propres au vote transfrontalier?***

## 8. INFORMATION POST AG

### 8.1. Diffusion des résultats de l'AG et procès verbal

Après avoir participé à l'AG et exercé leurs droits de vote, les actionnaires ont en général hâte de recevoir les résultats des votes et le procès verbal des discussions (y compris les réponses aux questions posées par les actionnaires). Sur ces bases, les actionnaires peuvent décider de leur conduite future en fonction du déroulement de l'AG. Or, de nombreux actionnaires se plaignent de ne pas recevoir l'information pertinente après l'AG et d'avoir des difficultés pour l'obtenir.

*Les parties intéressées estiment-elles que les sociétés devraient être tenues de communiquer les résultats des votes et le procès verbal de l'AG à tous les actionnaires et/ou de les mettre en ligne sur leur site web dans un certain délai après l'assemblée?*

### 8.2. Confirmation de l'exécution des votes

Dans le cas du vote par procuration, en particulier sur une base transfrontalière, les investisseurs souhaitent bien naturellement avoir confirmation que leur droit de vote a été exercé conformément à leurs instructions. Or, un des obstacles au vote par procuration transfrontalier qui est le plus fréquemment cité est l'impossibilité, pour les investisseurs, d'avoir confirmation que leurs instructions de vote ont bien été reçues et dûment exécutées. Dans de nombreux cas, l'investisseur reçoit confirmation que ses instructions de vote ont été reçues par le conservateur international, mais il lui est extrêmement difficile d'exercer un suivi sur leur transmission ultérieure aux sous conservateurs et aux teneurs de registre/agents centralisateurs. Cela s'explique par le fait que dans la plupart des pays, le teneur de registre de la société ou l'agent centralisateur n'ont nulle obligation de confirmer la réception et le traitement des procurations écrites. De plus, les études et les enquêtes de terrain ont montré que les gestionnaires d'investissement recevaient rarement une confirmation automatique du fait que leurs instructions de vote avaient été reçues, que ce soit par les conservateurs/agents de vote ou par l'émetteur lui-même.

Il est évident que l'absence d'un véritable système de suivi, qui permettrait à l'investisseur final dans les actions de vérifier si les droits de vote attachés à ses actions ont été exercés, et dans quel sens, n'encourage pas la confiance chez les investisseurs. Il n'est toutefois pas certain que cette situation puisse être améliorée par une initiative législative.

*Les parties intéressées estiment-elles que la non confirmation de l'exécution des instructions de vote compromet sérieusement l'exercice de leurs droits de vote? Dans l'affirmative, souhaitent-elles que la future proposition traite ce problème en définissant des obligations qui imposeraient aux émetteurs et aux intermédiaires en valeurs mobilières de fournir une confirmation automatique de l'exécution du vote et de la faire suivre tout au long de la chaîne entre l'émetteur et l'investisseur final?*

## 9. AUTRES QUESTIONS

Le présent document de consultation passe en revue les principaux domaines qui, aux yeux des services de la DG MARKT, sont propices à un renforcement des droits

des actionnaires dans les sociétés cotées et pourraient être couverts par la future proposition de directive. Les parties intéressées sont néanmoins invitées à signaler tout autre aspect non abordé par le présent document et qui, selon elles, mériterait d'être pris en considération dans le cadre de la future proposition.