

## Entretien avec Philippe Audouin

### Entretien avec Philippe Audouin

*Alors que la saison des assemblées générales 2016 va s'ouvrir, la question de « l'excès d'information financière » est à nouveau d'actualité. Le constat est connu, les émetteurs français publient des rapports annuels de plus de 350 pages en moyenne, soit plus du double de leurs homologues anglais ou américains.*

***Philippe Audouin** est membre du directoire et Directeur Administratif et Financier d'Eurazeo, une des premières sociétés d'investissement cotées en Europe, avec près de 5 milliards d'euros d'actifs diversifiés. Eurazeo fait figure d'exemple en matière d'information financière, par le soin qu'elle apporte, sur la forme et le fond, à l'élaboration de son document de référence et de son rapport d'activité. La société a ainsi reçu le prix du meilleur document de référence dans le cadre du Grand Prix de la Transparence 2014. Philippe Audouin a accordé un entretien aux équipes de Mayer Brown dans lequel il fait part de son expérience dans ce domaine, et de pistes de réflexion pour rendre cette information plus lisible pour l'investisseur.*



### Paris fait figure d'exception en matière d'information financière par rapport à d'autres places boursières comme Londres ou New York : faut-il faire évoluer le document de référence à la française ?

Tout d'abord je souhaiterais souligner que le document de référence à la française n'est pas un mauvais outil. Il porte bien son nom et il est utile aux investisseurs qui peuvent s'y référer tout au long de l'année pour y trouver les informations dont ils ont besoin pour prendre leurs décisions. Le principe qui consiste à regrouper en un seul document toute l'information pertinente relative à une société cotée est un bon principe.

Cela étant dit, cet outil peut être amélioré. En premier lieu, le document de référence est très volumineux, car il résulte de la juxtaposition de documents qui doivent pouvoir être lus séparément alors qu'ils sont ici regroupés. Il en résulte des duplications d'informations inutiles. Le document papier est trop gros et les investisseurs préfèrent effectuer leurs recherches par mots clés, grâce aux outils de recherche informatiques.

En second lieu, la forme semble peu adaptée : le document de référence annuel tel qu'il existe aujourd'hui est figé, il pourrait céder la place à une « documentation de référence » en ligne, plus à jour, plus lisible et plus exploitable. Si un grand groupe décide de se séparer d'un pan entier de ses activités en juin, la documentation de référence publiée en mars n'a presque plus d'utilité pour le marché.

Une telle évolution pose bien entendu la question de la fréquence de la mise à jour d'une telle documentation et du rôle que les commissaires aux comptes auraient à jouer en cas de publication de comptes actualisés.

## Comment sortir de cette logique du « toujours plus » en matière d'information financière ?

Avec la loi du 12 juillet 2010, dite « Grenelle II », le *reporting* relatif à la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) est devenu obligatoire pour de nombreuses sociétés. Le coût d'un tel *reporting* est souvent sous-estimé. En outre les informations demandées sont des informations de pur reporting et non de pilotage pour les entreprises. La loi devrait laisser la possibilité aux sociétés de définir leurs propres objectifs RSE en fonction de leur secteur d'activité et leur permettre de communiquer année après année les progrès réalisés au regard de ces objectifs. Cette approche personnalisée serait source de progrès.

Autre exemple, le concept de *reporting* intégré, proposé par l'IIRC (*International Integrated Reporting Council*), un tel concept doit permettre la communication, de manière concise, des valeurs auxquelles de l'entreprise est attachée. Outre le fait que tout n'est pas pertinent, il ne faudrait pas qu'il devienne un *reporting* supplémentaire. Il faudrait extraire les recommandations de l'IIRC qui sont pertinentes et les intégrer à la documentation existante, plutôt que de juxtaposer les rapports.

## Le document de référence se contente souvent d'être un catalogue, statique et descriptif. Peut-on le rendre plus dynamique et mieux synthétiser ce qui fait l'identité de l'entreprise et son projet stratégique – à la manière du *Strategic Report* désormais obligatoire au Royaume Uni depuis 2013 ? Quelle est l'approche d'Eurazeo en la matière ?

Chez Eurazeo nous avons le souci de rendre notre document de référence plus lisible et de réduire son volume en évitant le plus possible les répétitions. Cette démarche nous permet d'avoir chaque année un document de référence précis et cohérent, et d'en contenir la taille.

Parallèlement nous publions aussi un « rapport d'activité » qui est un document plus commercial, dont le format a été pensé pour rendre la lecture plus facile.

Une façon de repenser le document de référence consisterait à l'articuler autour de deux grandes parties : la première, très pédagogique, s'inspirerait de notre rapport d'activité, avec une mise en perspective stratégique de l'émetteur, de ses valeurs et de ses engagements, tandis que la seconde serait consacrée aux états financiers et aux questions d'ordre juridique. Quelque part, le *Strategic Report* à l'anglaise ressemble un peu à cette première partie du document de référence idéal.

## Operation Du Mois

La société commune créée entre M. Alain Weil (51%) et Altice (49%) vient de réussir son OPA sur NextRadioTV, la société qui possède BFM et RMC. A l'issue de cette opération, d'un montant total de 605 millions d'euros (37 euros par action), l'initiateur détient plus de 95% du capital et des droits de vote de la cible, et a pu ainsi procéder à un retrait obligatoire sur la totalité des titres NextRadioTV non apportés à l'offre. Le retrait obligatoire est intervenu le 8 février 2016.

Dans le cadre de cette opération, M. Alain Weil, qui demeure PDG de NextRadioTV, a rejoint le comité de direction d'Altice (cf. communiqué de presse du 27 juillet 2015).

[AMF : Offre publique d'achat simplifiée, NEXTRADIOTV](#)

[AMF : Offre publique d'achat simplifiée / Retrait obligatoire, offre publique de retrait suivie d'un RO, NEXTRADIOTV](#)

[Communiqué de presse Altice](#)

## Chiffre Du Mois

En 2015, 31 offres publiques ont été déposées à l'AMF, ce qui constitue la quatrième année de baisse depuis l'année 2011, qui avait enregistré le dépôt de 54 offres. Cette baisse s'explique notamment par la volatilité des cours en 2015 selon Les Echos (article du 2 février 2016).

Cependant, la valorisation globale des sociétés visées par les offres publiques a atteint le montant record de 58 milliards d'euros, soit quatre fois plus qu'en 2014. Cette progression est due à la présence dans les sociétés-cibles de trois sociétés (Lafarge, Alstom et Alcatel) valorisées plus de 10 milliards d'euros qui représentent 90 % du capital acquis en 2015.

## Nouvelles recommandations des agences de conseil en vote

### (i) Directives de vote d'Institutional Shareholder Services (ISS) pour 2016

S'agissant des sociétés françaises, ISS a notamment publié les directives de vote suivantes :

- voter en faveur des augmentations de capital avec droit préférentiel de souscription et sans droit préférentiel de souscription mais comportant obligatoirement un « droit de priorité », qui ne dépassent pas 50 % du montant du capital déjà émis ;
- voter en faveur des délégations autorisant une augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription qui ne dépassent pas 10 % du capital. ISS recommande toutefois de voter contre toute augmentation de capital d'une société cotée, si la décote du prix dépasse le seuil maximum de 5 % de l'article R. 225-119 du Code de commerce ;
- la période d'acquisition des droits dans le cadre des plans d'incitation à long terme doit désormais être de 3 ans (pour rappel, en 2015, ISS préconisait 2 ans) ; et
- voter contre toute mesure anti-OPA, à moins qu'elle soit structurée de telle sorte que la décision finale revienne aux actionnaires. ISS a étendu en 2016 cette recommandation à toutes les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé (pour rappel en 2015, seules les sociétés du CAC 40 étaient visées).

[2016 Benchmark Policy Recommendations - ISS](#)

### (ii) Recommandations d'AFG sur le gouvernement d'entreprise

L'AFG a publié ses directives en matière de gouvernement d'entreprise dans lesquelles elle expose notamment :

- qu'elle n'est pas favorable à l'émission d'actions sans droit de vote ou d'actions de préférence ;
- qu'elle est opposée à l'attribution de droits de vote double prévue par la loi Florange et qu'en conséquence, elle recommande aux émetteurs de proposer à l'ordre du jour de leur prochaine assemblée générale une résolution visant à rétablir le principe « une action, une voix » ;
- qu'elle n'est pas favorable, dans l'intérêt des minoritaires, à l'existence de dispositifs anti-OPA et qu'en conséquence, elle souhaite que les résolutions relatives au rachat d'actions ou à l'octroi de bons de souscription mentionnent explicitement que ces dispositions ne s'appliquent pas en période d'offre publique ;
- que le cumul de l'ensemble des indemnités de départ d'un dirigeant ne doit pas excéder un montant correspondant à deux fois sa rémunération annuelle (fixe et variable).

[Recommandations sur le gouvernement d'entreprise - AFG](#)

### (iii) Recommandations de vote de Proxinvest

Proxinvest a publié ses recommandations relatives aux principes de gouvernement d'entreprise et à la politique de vote à appliquer pour les assemblées générales de 2016. Les points suivants peuvent être notés :

- la présidence du conseil d'administration ne doit pas être assurée par un ancien dirigeant de la société, « *lequel ne saurait apprécier objectivement la gestion et la stratégie du nouveau dirigeant et risquerait de gêner sa liberté d'action* » ;
- en cas d'absence de séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration, il est indispensable que le conseil d'administration ait adopté une politique sérieuse de contre-pouvoirs et de limitation des conflits d'intérêts (majorité d'administrateurs indépendants, existence d'un vice-président référent indépendant, nomination d'un directeur général délégué, etc.) ;
- possibilité d'une attribution partielle d'actions gratuites aux dirigeants en cas de sous-performance relative ou de non atteinte des objectifs de performance ;
- voter à l'encontre de toute délégation de compétence au profit du conseil d'administration autorisant une augmentation de capital en rémunération d'apports en nature ;
- voter en faveur d'une modification statutaire prévoyant une insertion du principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique ;
- voter à l'encontre de toute limitation des droits de vote ; et
- voter en faveur d'une modification statutaire prévoyant une suppression de l'attribution de droits de vote double ou l'introduction du principe « une action, une voix ».

[Politique de vote 2016 - Proxinvest](#)

## Vers un encadrement plus strict de la rémunération des dirigeants

En juillet 2013, alors que le gouvernement renonçait à son projet de loi sur la gouvernance d'entreprise, le Medef et l'Afep s'engageaient à présenter rapidement un renforcement de leur Code de gouvernance en introduisant notamment le principe du « *say on pay* », qui permet à l'assemblée des actionnaires de formuler un avis sur la rémunération des dirigeants et en mettant en place une autorité de contrôle indépendante, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (le « **HCGE** »).

Deux ans après ces mesures, malgré l'encadrement des retraites à prestations définies ou « retraites chapeau » par la loi Macron du 6 août 2015, la révision du Code de gouvernance Afep-Medef et la révision de son guide d'application par le HCGE en novembre 2015, le sujet de l'encadrement de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées continue de faire l'actualité.

C'est dans ce contexte que l'AMF dans son rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées a invité les associations professionnelles à revoir les règles qui régissent les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées de l'AMF, p. 6 et p. 112.

## 1. Retraites chapeau – des conditions de performance et une information renforcée

La loi Macron, entrée en vigueur en juillet 2015, est tout d'abord venue encadrer les retraites chapeau qui s'ajoutent aux retraites versées par les régimes légaux ou collectifs et garantissent un niveau de retraite par rapport à une rémunération de référence.

Leur octroi doit suivre la procédure d'autorisation des conventions réglementées (art. L.225-38 ou L.225-86 du Code de commerce) et doit aussi être subordonné désormais au respect, par le bénéficiaire, de conditions de performance, appréciées au regard de celles de l'entreprise. Le conseil d'administration ou le conseil de surveillance vérifie chaque année le respect desdites conditions et détermine l'augmentation des droits conditionnels, dans la limite d'un plafond de 3 % de la rémunération annuelle servant de référence au calcul de la rente versée.

Par ailleurs, l'information des actionnaires est renforcée, le conseil devant désormais motiver sa position, indiquer les conditions financières et justifier l'intérêt pour la société de souscrire l'engagement de retraite au profit du dirigeant. Les actionnaires devront être tenus informés des retraites chapeau souscrites pour chaque mandataire social, selon des modalités fixées par décret.

Le Code Afep Medef a été modifié pour être mis en cohérence avec ces nouvelles dispositions légales.

## 2. Rémunérations variables pluriannuelles – des conditions de performance et une évaluation

Le HCGE avait déjà indiqué que les rémunérations variables devaient être exprimées en un pourcentage maximum de la partie fixe. En 2015, il précise s'agissant des rémunérations variables pluriannuelles, qu'elles doivent également faire l'objet d'un plafonnement et ce « même si les critères de performance applicables sont partiellement voire totalement corrélés au cours de bourse ». Et, il affirme qu'il convient « d'indiquer d'une part la valorisation comptable (selon la méthode retenue pour l'établissement des comptes consolidés) des unités attribuées et, d'autre part, le plafonnement qui s'appliquera lors du versement de la rémunération ».

Le HCGE a aussi précisé en 2015 que les conclusions du conseil d'administration évaluant l'atteinte ou non des critères « quantitatifs et/ou qualitatifs » par le dirigeant concerné devaient figurer dans le document de référence.

L'AMF a de son côté invité les associations professionnelles à compléter leurs recommandations pour :

- soumettre ces rémunérations à des critères de performance sérieux et exigeants, devant être satisfaits sur une période de plusieurs années ;
- encadrer la possibilité pour le conseil d'administration ou de surveillance de modifier en cours de mandat les critères de performance de la rémunération variable pluriannuelle des dirigeants, et d'en prévoir les modalités de communication ; et
- plafonner ces rémunérations.

## 3. Rémunérations exceptionnelles – circonstances exceptionnelles

Le HCGE, a précisé en 2015 que « seules des circonstances très particulières peuvent donner lieu à une partie variable exceptionnelle » et il a indiqué que les sociétés peuvent être amenées à accorder des rémunérations exceptionnelles dès lors que les motivations de la décision du conseil sont « communiquées avec un soin particulier ».

Pour l'AMF, l'exigence de « circonstances très particulières » imposée par le Code Afep-Medef apparaît insuffisante. Selon cette dernière, les sociétés devraient plutôt avoir à justifier de « l'existence de circonstances exceptionnelles et non, simplement, particulières ». Les sociétés devraient également s'assurer de la signification de ces circonstances exceptionnelles et veiller à ce que la réalisation des événements rémunérés ne soit pas déjà rémunérée à travers la rémunération variable annuelle.

Le choix de l'Afep-Medef d'inclure les rémunérations exceptionnelles parmi les rémunérations variables est par ailleurs critiqué par l'AMF en raison de la nature même de ces rémunération qui rend impossible l'application des exigences imposées aux rémunérations variables (plafond, critères de performance, etc.). L'AMF invite ainsi les associations professionnelles à s'interroger sur l'opportunité d'un lien entre rémunération exceptionnelle et performance.

#### 4. Rémunérations variables annuelles – vers une meilleure information des actionnaires

Pour que les actionnaires puissent contrôler plus aisément le lien entre rémunération variable et performance de l'entreprise, l'AMF engage les associations professionnelles à mener une réflexion sur les informations que les sociétés devraient fournir pour l'application et l'atteinte, en fin d'exercice, de chacun des critères de performance de la rémunération variable annuelle.

#### 5. Rémunérations versées à l'occasion du départ des dirigeants

En présentant à la presse son rapport 2015 sur la gouvernance et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, Benoît de Juvigny, secrétaire général de l'AMF, a souligné que « l'actualité 2015 a été marquée par plusieurs cas de départs », dont certains « ont posé question ». Le HCGE comme l'AMF ont ainsi consacré en 2015 une très grande place à ces rémunérations dans leurs rapports.

##### 5.1 Indemnités de départ – un plafonnement dont le mode de calcul doit être précisé

Le législateur a très fortement encadré les conditions d'attribution des indemnités de départ, en soumettant leur octroi à la procédure d'autorisation des conventions réglementées et en subordonnant leur versement « *au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société* ».

La communication de tels engagements doit par ailleurs être très exhaustive, l'autorisation de l'octroi de l'indemnité par le conseil d'administration et la décision du conseil d'administration se prononçant sur le respect des conditions de performance et sur le versement de l'indemnité doivent notamment être publiées « sur le site internet de la société concernée dans un délai maximum de cinq jours suivant la réunion du conseil ».

Le Code Afep-Medef a précisé<sup>2</sup> qu'il « n'est pas acceptable que des dirigeants dont l'entreprise est en situation d'échec ou qui sont eux-mêmes en situation d'échec la quittent avec des indemnités » et impose notamment (i) que les conditions de performances soient appréciées « sur deux exercices au moins » et que (ii) l'indemnité de départ n'excède pas « deux ans de rémunération (fixe et variable) ».

Sur ce dernier point, le HCGE a indiqué, dans son rapport d'activité 2015, que pour le calcul du plafond des deux ans, les rémunérations variables devaient s'entendre des seules rémunérations annuelles et non pluriannuelles afin de respecter le principe général de « mesure ».

De son côté l'AMF estime qu'une approche globale des sommes versées dans le cadre du départ d'un dirigeant doit prévaloir et que les propositions du Haut comité dans son rapport d'activité de 2015 ne sont pas suffisantes à cet égard.

Plus précisément, concernant la règle de plafonnement du montant de l'indemnité de départ, l'AMF indique qu'elle doit être précisée afin de déterminer (i) s'il s'agit de la rémunération variable effectivement versée au titre du dernier exercice ou au titre des deux derniers exercices, ou de la rémunération variable cible et (ii) si la rémunération variable inclut, outre la rémunération variable annuelle, les rémunérations exceptionnelles. Sur ce dernier point, l'AMF constate que dans son rapport d'activité 2015, le HCGE précisait que les rémunérations

---

<sup>2</sup> Code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées - novembre 2015, article 23.2.5. Indemnités de départ.

variables pluriannuelles n'avaient pas à être prises en compte dans le calcul du plafond. Elle fait par ailleurs remarquer que si les rémunérations exceptionnelles étaient prises en compte dans le calcul du plafond de deux ans de rémunération, la règle du Code selon laquelle « toute augmentation artificielle de la rémunération dans la période préalable au départ est à proscrire » serait vidée de sa substance.

Enfin, l'AMF a constaté le développement d'une pratique tendant à ce que les indemnités de départ et de non-concurrence soient versées en actions et parfois, de façon différée. Dans cette hypothèse, se pose la question de savoir comment valoriser les actions remises aux dirigeants afin de pouvoir vérifier que le plafond prévu par le Code est bien respecté.

## 5.2 Rémunérations exceptionnelles versées en cas de départ

Le HCGE s'est intéressé aux rémunérations exceptionnelles accordées à un dirigeant à l'occasion « d'une opération de grande envergure réalisée sous sa conduite et dont les circonstances entraînent son départ de l'entreprise ». Dans ce contexte, le HCGE recommande de « veiller à ce que, si le départ du dirigeant est concomitant ou suit de peu la réalisation de l'opération qui motive la rémunération exceptionnelle, celle-ci ne s'écarte pas des règles fixées par le § 23.2.5 pour l'indemnité de départ (...) en particulier la limite de deux ans de rémunération fixe et variable ».

Le HCGE a par ailleurs indiqué que « la communication devra faire apparaître de façon claire et complète que le conseil a fixé la rémunération exceptionnelle en tenant compte de l'ensemble des éléments de rémunération déjà fixés ». Ainsi le conseil « devra examiner si cette rémunération remplace ou complète la rémunération variable annuelle « normale » de l'année en cours, si elle correspond à l'intérêt général de l'entreprise », « si elle n'est pas incompatible avec les pratiques du secteur », « si la situation des équipes de collaborateurs impliqués dans l'opération a aussi été prise en considération » « et plus généralement si elle respecte le principe de mesure ».

## 5.3 Rémunérations variables pluriannuelles versées en cas de départ

Sur la question de la rémunération variable pluriannuelle attribuable à un dirigeant qui quitte l'entreprise en cours d'exercice, le Code Afep-Medef pose le principe selon lequel « en cas de départ du dirigeant mandataire social avant l'expiration de la durée prévue pour l'appréciation des critères de performance, le bénéfice du versement de la rémunération variable pluriannuelle doit être exclu, sauf circonstances exceptionnelles motivées par le conseil ».

Le HCGE considère que, même dans de telles circonstances, ce versement ne saurait correspondre à d'autres périodes que celles de présence effective du dirigeant dans l'entreprise, pour lesquelles les performances auxquelles il a contribué par son action auront pu être mesurées, « à l'exclusion de toute forfaitisation ou compensation des sommes prévues au titre des années postérieures au départ ».

## 5.4 Indemnités de non-concurrence

S'agissant enfin des indemnités de non-concurrence, le HCGE a précisé en 2015 que la conclusion d'un accord de non-concurrence au moment du départ d'un dirigeant n'était pas interdite. Dans ce cas, le HCGE indique que « les explications fournies doivent porter sur les circonstances qui conduisent le conseil à constater l'existence d'un risque réel encouru par la société et à évaluer le préjudice effectif subi par l'intéressé »<sup>3</sup>. Dans son rapport de 2015, le HCGE indique qu'il a l'intention d'approfondir cette question, en l'inscrivant à l'ordre du jour d'une de ses prochaines réunions.

---

<sup>3</sup> Guide d'application du Code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de novembre 2015 - § 23.2.5.

S'agissant des indemnités de non-concurrence, l'AMF a réitéré dans son rapport de 2015 sa piste de réflexion selon laquelle elle « souhaite que le Code AFEP-MEDEF évolue afin de prévoir le cas de la conclusion d'une indemnité de non-concurrence au moment du départ du dirigeant alors qu'aucune clause n'avait été préalablement stipulée ».

## 5.5 Plans d'intéressement à long terme – la levée des conditions de présence en question

Concernant les conditions de présence des plans d'attribution gratuite d'actions et d'options, l'AMF a réitéré sa piste de réflexion sur les circonstances de leur levée. Elle souhaite que le Code Afep-Medef évolue afin d'encadrer la levée des conditions de présence, notamment au regard de la règle de plafonnement des indemnités de départ à deux ans de rémunération fixe et variable. Elle affirme qu'à « l'instar du principe d'acquisition prorata temporis prévu pour les rémunérations pluriannuelles, un tel principe devrait également s'appliquer aux plans d'attribution gratuite d'actions et plans d'options dont la date d'acquisition n'est pas atteinte à la date de départ ».

## 5.6 La communication relative aux éléments de rémunération en cas de départ des dirigeants

Pour rappel, le Code Afep-Medef recommande que tous les éléments de rémunération potentiels ou acquis des dirigeants mandataires sociaux doivent être rendus publics immédiatement après la réunion du conseil d'administration les ayant arrêtés (article 24.1).

L'AMF recommande désormais que « lorsqu'un dirigeant quitte une société, celle-ci devrait publier un communiqué de presse faisant l'objet d'une diffusion effective et intégrale au sens de l'article 223-9 du RGAMF et détaillant de façon exhaustive les conditions financières de son départ, notamment chacun des éléments suivants :

- la rémunération fixe qui lui est versée pour l'exercice en cours ;
- la façon dont sera calculée la rémunération variable annuelle qui lui est due pour l'exercice en cours ;
- les éventuelles rémunérations exceptionnelles ;
- ce qu'il advient des plans de rémunération pluriannuelle ou différée en cours et non clos dont il est bénéficiaire, en rappelant les caractéristiques initiales du plan (levée d'une éventuelle condition de départ, mode d'appréciation des conditions de performance, montant concerné, etc.) et en indiquant la valorisation de cette rémunération à la date de départ ;
- ce qu'il advient des options de souscription d'actions et actions attribuées gratuitement dont il est bénéficiaire (mais qui ne sont pas encore définitivement acquises), en rappelant les caractéristiques initiales des plans (levée d'une éventuelle condition de départ, appréciation des conditions de performance, nombre de titres concernés, etc.) et en indiquant la valorisation de cette rémunération à la date de départ ;
- le versement d'une éventuelle indemnité de départ ou de non-concurrence ;
- le bénéfice d'une éventuelle retraite supplémentaire, en indiquant notamment le montant de la rente annuelle qui lui sera versée et le montant provisionné à cet effet par l'émetteur ».

Cette recommandation n'a pas, en tant que telle, force obligatoire. Cependant, si une société ignore cette norme, elle prend le risque d'être nommée dans les prochains rapports établis par l'AMF et le HCGE sur les questions de gouvernance, sauf si elle a apporté des explications circonstanciées à ces non-conformités.

[Loi Macron : Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques](#)

[Article L.225-42-1 du Code de commerce](#)

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?idArticle=LEGIARTI000031011271&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=20160204&oldAction=rechCodeArticle&fastReqId=1040121138&nbResultRech=1>

[Code Afep Medef](#)



## Transparence - Franchissement de seuils

L'Ordonnance<sup>4</sup> du 3 décembre 2015 portant homologation de dispositions du règlement général de l'AMF (« RGAMF ») achève de transposer les dispositions de la directive 2013/50/UE du 22 octobre 2013 dite « Directive transparence révisée ». Ce second volet de modifications du RGAMF avait été soumis à consultation publique par l'AMF et la synthèse des réponses a été publiée par l'AMF le 4 décembre 2015.

Cette Ordonnance précise les règles relatives à l'obligation de déclaration des franchissements de seuils.

L'article 223-11, II et III du RGAMF fournit désormais une liste non exhaustive des instruments financiers visés par cette nouvelle disposition : obligations échangeables ou remboursables en action, contrats à terme, options, warrants, mise en pension de titres, etc. Et, les méthodes de calcul du nombre d'actions et de droits de vote à prendre en compte en cas de détention de produits dérivés sont maintenant prévues dans le RGAMF.

Le texte du Code de commerce (L. 233-7) est modifié pour clarifier que le dispositif des franchissements de seuils s'applique à toutes les hypothèses de détention directe ou indirecte d'actions - conformément au texte européen dont il est issu et à la pratique constante de l'AMF sur ce point. En effet, tirant argument de ce que la loi jusqu'à présent faisait référence à toute personne qui « vient à posséder » un certain nombre d'actions, certains avaient suggéré qu'elle ne devait s'appliquer qu'aux actionnaires directs. A présent, le doute sur ce point n'est plus permis. Par ailleurs, la définition de contrôle prévue à l'article L. 233-3 du Code de commerce est élargie pour viser désormais toute personne physique ou morale, alors que ce texte faisait uniquement référence au contrôle par une « société ».

Il est également à noter que l'information relative aux déclarations de franchissements de seuils entre dans la catégorie des informations réglementées (art. 221-1, 1 du RGAMF) et que l'AMF est désormais en charge de la publication effective et intégrale des éléments relatifs aux franchissements de seuils (art. 221-3, II° du RGAMF).

Les sanctions administratives visant les manquements aux obligations relatives aux franchissements de seuils légaux ou statutaires, aux publications périodiques et aux informations périodiques ont en outre été durcies.

L'article L. 621-15 du Code monétaire et financier modifié introduit la possibilité pour l'AMF de prononcer une sanction pécuniaire dont le montant est plafonné à 100 millions d'euros ou à 5 % du chiffre d'affaires annuel total sur la base des comptes annuels du dernier exercice (le cas échéant consolidé). Le montant de cette sanction peut également s'élever au décuple de l'avantage retiré du manquement ou des pertes qu'il a permis d'éviter, si ceux-ci peuvent être déterminés.

Le nouveau texte précise également les circonstances en fonction desquelles la sanction peut être modulée, et notamment pour tenir compte de la gravité et la durée du manquement, la qualité et le degré d'implication de la personne en cause, l'importance des gains et avantages obtenus.

Pour rappel, la décision de sanction est en principe publique sauf lorsqu'elle risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause (art. L. 621-15, V du Code monétaire et financier).

<sup>4</sup> Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015

L'Ordonnance comporte enfin d'autres mesures dont l'introduction d'un nouveau cas de dispense pour les déclarations de franchissement de seuil pour les actions acquises aux fins de stabilisation de cours sous certaines conditions, l'introduction d'une définition de la notion d'émetteur pour la partie du Code monétaire et financier sur les obligations d'information relatives aux comptes (par exemple, le rapport financier annuel) et son extension aux entités n'ayant pas la personnalité morale (art. L. 451-1-1 du Code monétaire et financier).

Le RGAMF a également été modifié pour supprimer dans certains cas, l'obligation de l'information financière pro forma et la possibilité pour un émetteur de diffuser l'information réglementée en français ou en anglais.

Certaines mesures d'application de la Directive transparence révisée sont encore en cours de discussion au niveau européen et concernent notamment la mise en place d'un système d'archivage européen et d'un format unique de publication des rapports financiers annuels.

[Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 portant transposition de la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé](#)

[Arrêté du 3 décembre 2015 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers](#)

## Loi Florange et droits de vote double automatique – Nouvelles dispositions transitoires

On sait que la loi Florange du 29 mars 2014 a instauré dans les sociétés cotées un droit de vote double automatique pour toute action au nominatif depuis au moins deux ans. Le droit de vote double est donc devenu le principe, auquel il peut être dérogé par une clause statutaire destinée à maintenir un droit de vote simple pour toutes les actions (quelle que soit la durée de détention). La loi Florange étant entrée en vigueur en avril 2014, le nouveau droit de vote double automatique va donc s'appliquer pour la première fois dans quelques semaines, en avril 2016.

La loi avait prévu un mécanisme transitoire, destiné à dispenser d'OPA obligatoire les actionnaires venant à franchir le seuil de 30% du seul fait de l'attribution automatique de droit de vote double à l'occasion de l'entrée en vigueur de la loi, en avril 2016. Toutefois, le dispositif originel était affligé de multiples maladresses rédactionnelles, qui le rendaient de fait inapplicable. La loi Macron du 5 août 2015 est venu corriger ces erreurs et a introduit un nouveau mécanisme de dispense d'OPA - une « clause de grand-père », en quelque sorte, destinée aux actionnaires qui détenaient déjà, au 2 avril 2014, **plus de 30% du capital ou des droits de vote**. Ces actionnaires qui, par l'attribution de droits de vote double, viendraient à franchir avant le 31 décembre 2018 un seuil d'OPA obligatoire (30 % des droits de vote ou augmentation d'au moins 1 % entre 30 et 50 %) ne seront pas tenus de déposer une OPA obligatoire, à condition que le pourcentage de droits de vote détenus entre le 3 avril 2014 et le 31 décembre 2018 soit continuellement inférieur ou égal au pourcentage de droits de vote détenus au 2 avril 2014.

En pratique, cela suppose que ces actionnaires concernés (qui sont déjà au-dessus du seuil de 30 % en avril 2014) aient tout d'abord cédé [avant le 2 avril 2016](#) une partie de leur titres pour que, après attribution automatique du droit de vote double en avril 2016, ils reviennent à un niveau droits de vote inférieur ou égal à leur pourcentage initial. Le même résultat peut être atteint par la conversion des titres au porteur (le droit de vote double étant seul conféré aux actions au nominatif).

[Loi Macron : Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques](#)

# Abus de marché – whistleblowing – protection des lanceurs d’alerte

Une Directive d’exécution<sup>5</sup> relative au Règlement abus de marché<sup>6</sup> définit désormais (i) les règles relatives au signalement des violations de la réglementation sur les abus de marché aux autorités compétentes, (ii) les mesures de protection des personnes signalant ces violations, notamment celles travaillant dans le cadre d’un contrat de travail et (iii) les mesures de protection des données à caractère personnel.

L’objectif est que les Etats membres de l’UE mettent en place un dispositif permettant d’encadrer la dénonciation afin d’éviter toutes représailles, toute discrimination ou toute divulgation de données à caractère personnel à l’encontre de l’informateur ou de la personne accusée.

La directive détaille ainsi les procédures à mettre en place pour la réception des signalements des violations et leur suivi :

- mise à disposition par l’autorité compétente (l’AMF en France) de personnel spécialisé dans le traitement des signalements des violations ;
- publication par l’autorité compétente sur son site internet des informations concernant la réception et le suivi des signalements des violations ;
- procédures applicables aux signalements des violations, notamment les règles de confidentialité ;
- mise en place de canaux de communication spécifiques, c’est-à-dire indépendants et autonomes, sûrs et garantissant la confidentialité ;
- tenue de registres des signalements reçus, notamment l’enregistrement de la conversation téléphonique quand ce moyen est utilisé pour le signalement d’une violation ;
- protection des informateurs travaillant dans le cadre d’un contrat de travail en leur fournissant une assistance réelle, notamment en certifiant le statut d’informateur dans le cadre de conflits de travail pour les protéger contre tout traitement inéquitable ;
- mise en place de procédures de protection des données à caractère personnel, notamment la conservation des données au sein d’un système sécurisé et confidentiel ;
- mise en place de procédures adéquates pour la transmission des données au sein et en dehors de l’autorité compétente permettant notamment de ne pas révéler l’identité de l’informateur et de la personne accusée ;
- procédures pour la protection des personnes faisant l’objet d’un signalement ; et
- révision des procédures par les autorités compétentes au minimum une fois tous les deux ans.

Les Etats membres de l’UE ont jusqu’au 3 juillet 2016 pour adopter et publier les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la Directive.

[Directive d’exécution \(UE\) 2015/2392](#)

---

<sup>5</sup> Directive d’exécution (UE) 2015/2392 de la Commission du 17 décembre 2015 relative au règlement (UE) n°596/2014 en ce qui concerne le signalement aux autorités compétentes des violations potentielles ou réelles dudit règlement a été publiée au Journal officiel de l’Union européenne

<sup>6</sup> Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché)

# Et Encore

## Arrêté des comptes 2015 : recommandation de l'AMF

Comme chaque année, l'AMF a publié sa recommandation sur l'arrêté des comptes 2015 (DOC-2015-08) dont les points à retenir sont la volatilité, les besoins en fonds de roulement et les normes IFRS non encore applicables.

[Arrêté des comptes 2015 : publication des recommandations de l'AMF](#)

## Publication des résultats : nouvelle position de l'AMF

L'AMF a souhaité simplifier et actualiser sa doctrine sur la communication financière des sociétés cotées en fusionnant les deux recommandations 2010-17 et 2011-18 dans une seule recommandation 2015-11 en date du 3 décembre 2015 qui porte sur les sujets suivants :

- les comptes consolidés doivent être disponibles dès lors qu'ils ont été arrêtés ou examinés par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance. L'émetteur doit également indiquer la situation de leurs comptes : certifiés ou non ;
- le communiqué de presse sur les résultats peut ne comporter que les éléments significatifs des comptes et les commentaires appropriés. Il doit toutefois mentionner le résultat net et des informations bilancielle et détailler si possible les informations fournies sur les zones géographiques et les sous-secteurs ;
- l'émetteur doit s'abstenir de divulguer le communiqué sur les résultats ou des faits nouveaux pendant les heures de bourses ;
- l'émetteur doit prévenir le lecteur dans le communiqué qu'une information complète sur les résultats est disponible sur son site internet ; et
- les *slides* présentés aux analystes financiers doivent être mis en ligne systématiquement et sans délai au plus tard au début des réunions de présentation des résultats.

[Recommandation AMF 2015-11](#)

## Indicateurs alternatifs de performance : nouvelle position de l'AMF

L'AMF intègre les orientations de l'ESMA sur les indicateurs alternatifs de performance (IAP) dans sa position DOC-2015-12 (applicable au 3 juillet 2016) qui remplace la position recommandation DOC-2010-11.

Pour rappel, les IAP sont des indicateurs financiers non présentés dans les comptes et non définis par les normes comptables (ex : résultat retraité, EBITDA, free cash flow, dette nette) mais qui sont utilisés par les sociétés afin d'indiquer aux investisseurs d'autres critères de performance. L'objectif de la position est d'améliorer la transparence sur les IAP pour permettre aux investisseurs une meilleure compréhension de ceux-ci.

[ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures](#)

[Position AMF 2015-12](#)

## Conseil en vote – Code de déontologie

En 2013, l'ESMA avait recommandé aux agences de conseil en vote d'élaborer un Code de déontologie afin que les investisseurs bénéficient de plus de transparence sur leurs pratiques. Cette recommandation faisait suite à l'inquiétude d'actionnaires sur l'indépendance des agences de conseils en vote et sur l'exactitude et la fiabilité de leurs conseils.

En réponse au rapport de l'ESMA de 2013, un Code de déontologie a été élaboré, signé et diffusé en mars 2014 par un groupe d'agences de conseil en vote (Glass Lewis & Co., ISS, IVOX, Manifest, PIRC, Proxinvest) qui se sont engagées à respecter les principes émis dans le Code (principes disponibles sur <http://bppgrp.info/sample-page/the-principles-detail/>).

Dans son rapport de 2015, l'ESMA a déclaré que les principes élaborés répondaient majoritairement aux attentes de l'ESMA en matière de transparence mais elle a toutefois identifié certains points d'amélioration, notamment sur les conflits d'intérêts et sur la gouvernance de leur groupe.

[Rapport de l'ESMA](#)

## Rapport du président : synthèse de la consultation de place (1er février 2016)

L'AMF a retenu la proposition n° 1 du groupe de travail visant à supprimer la partie du rapport joint du président prévu aux articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce comprenant les informations relatives aux procédures de contrôle interne et de gestion des risques pour les intégrer dans :

- le rapport de gestion pour les sociétés « monistes » à conseil d'administration ; ou
- le rapport du conseil de surveillance pour les sociétés à structure duale (sociétés à directoire et conseil de surveillance et sociétés en commandite par actions).

En outre, les informations relatives à la description des principaux risques de l'entreprise sont maintenues dans le rapport du conseil d'administration ou du directoire.

L'AMF a également retenu la proposition n° 2 relative à la suppression du rapport des commissaires aux comptes et à l'intégration d'un paragraphe ad hoc dans la partie du rapport d'audit consacrée aux vérifications prévues par la loi, qui présenterait ainsi les observations des commissaires aux comptes.

L'AMF a enfin retenu la proposition n° 3 visant à inviter le législateur à poursuivre l'exercice de simplification en proposant de supprimer la partie du rapport joint du président prévu aux articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce, comprenant les informations relatives à la gouvernance et à la politique de rémunération.

En conséquence, l'AMF va proposer des modifications d'ordre législatif au Garde des Sceaux et au Ministre des Finances et des comptes publics.

[Résultat de la consultation - AMF](#)

## Abus de marché : consultation de l'ESMA du 28 janvier 2016

Dans cette consultation, l'ESMA invite les investisseurs à commenter ses recommandations qui portent sur les deux thèmes suivants :

- la détention d'information privilégiée par les destinataires de sondages de marché ; et
- l'intérêt légitime d'un émetteur à différer la publication d'une information privilégiée.

[ESMA - Draft guidelines on the Market Abuse Regulation](#)

## Projet de règlement destiné à remplacer la Directive Prospectus 2003/71/CE

La Commission européenne a publié une proposition de règlement européen destiné à remplacer la Directive Prospectus 2003/71/CE. L'objectif est de moderniser les règles en matière de prospectus pour faciliter le financement des entreprises et simplifier les informations destinées aux investisseurs. En particulier, il est prévu de faciliter la levée de fonds pour les PME lorsqu'elles émettront des actions ou des titres de créance. Les modifications principales sont ainsi (i) une exemption de prospectus pour les petites émissions jusqu'à 20 % du capital (au lieu de 10% actuellement), (ii) un prospectus allégé pour les petites entreprises (capitalisation boursière inférieure à 200 millions d'euros), (iii) des prospectus plus courts et une meilleure information des investisseurs, (iv) des émissions secondaires simplifiées pour les entreprises cotées, (v) un système rapide et simplifié pour les émetteurs fréquents et (vi) un point d'accès unique pour l'ensemble des prospectus européens. Le calendrier d'adoption de cette proposition de règlement européen n'a pas encore été précisé mais selon certaines informations, l'adoption du règlement serait prévue pour décembre 2016.

[Communiqué de Presse de la Commission européenne](#)

[Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus](#)

[Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading](#)

## Equity line ou PACEO : information du marché lors de la mise en place et l'exécution d'un programme

L'AMF a mis à jour sa position-recommandation consolidée DOC-2012-18 relative à l'information du marché lors de la mise en place et l'exécution d'un programme d'equity lines ou d'augmentation de capital par exercice d'options (PACEO)

[Recommandation AMF 2012-18](#)

## Guide pédagogique du MEDEF sur les projets de résolution

Le MEDEF vient de publier la deuxième version de son guide relatif aux projets de résolution soumis au vote des actionnaires de sociétés cotées en intégrant les dispositions de la loi du 29 mars 2014 (dite loi Florange) relatives à l'abandon du principe de neutralité du conseil en cas d'offre publique, aux aménagements apportés par l'Ordonnance du 31 juillet 2014 à la procédure des conventions réglementées et aux émissions de valeurs mobilières, à la réforme du dispositif de représentation des salariés au conseil prévue par la loi du 17 août 2015 (dite loi Rebsamen) ainsi qu'aux modifications résultant de la loi du 6 août 2015 (dite loi Macron) en ce qui concerne le cumul des mandats, les retraites supplémentaires et les attributions gratuites d'actions. Ont également été intégrées les nouvelles recommandations du Code AFEP / MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées adoptées en novembre 2015.

[Guide pédagogique du MEDEF sur les projets de résolution](#)

## Rapport sur la parité

Afin de garantir l'application de la loi d'ici à 2017, le Haut conseil à l'égalité entre les femmes et les hommes (HCEfh) et le Conseil supérieur de l'égalité professionnelle (CSEP) formulent, dans un rapport, 13 recommandations, autour de 4 axes :

- rappeler aux entreprises et établissements les obligations légales et réaffirmer le rôle des conseils d'administration et de surveillance en matière de suivi de la politique d'égalité professionnelle ;
- faciliter le suivi de la loi en aidant à élaborer des instruments de mesure et en contrôlant la mise en œuvre des dispositions législatives ;
- accompagner la recherche des administrateurs et des administratrices et la professionnalisation du mandat d'administrateur et d'administratrice ; et
- poursuivre le partage des responsabilités au sein des conseils.

### Rapport du HCEfh

## Franchissements de seuil - ESMA

L'ESMA a publié le 22 octobre 2015 une liste des instruments financiers qui sont sujets à déclaration de franchissement de seuil et qui inclut notamment les droits préférentiels de souscription non attribués lors d'une augmentation de capital mais achetés sur le marché.

### Liste des instruments concernés - ESMA

#### ***Arnaud Pérès***

Associé

T: +33 1 53 53 18 64

M: +33 6 88 69 84 19

E: [aperes@mayerbrown.com](mailto:aperes@mayerbrown.com)

#### ***Jean-François Louit***

Associé

T: +33 1 53 53 36 33

F: +33 1 53 96 03 83

E: [jflouit@mayerbrown.com](mailto:jflouit@mayerbrown.com)

#### ***Caroline Lan***

Counsel

T: +33 1 53 53 43 43

M: +33 6 34 90 26 71

E: [clan@mayerbrown.com](mailto:clan@mayerbrown.com)

---

Mayer Brown est un cabinet d'avocats d'affaires international dont les bureaux sont situés dans les principales places financières du monde. Avec près de 1 500 avocats, répartis en Amérique du Nord et du Sud, en Asie, en Europe et en Afrique, le cabinet dispose d'une plateforme internationale de tout premier plan. Mayer Brown est ainsi en mesure d'assister ses clients sur des opérations de dimension internationale et de leur offrir un accès privilégié à l'expertise locale de ses avocats. Le cabinet est reconnu pour son engagement au service de ses clients et sa capacité à les accompagner dans leurs opérations les plus complexes dans le monde entier. Mayer Brown représente des entreprises et des groupes internationaux, des sociétés cotées figurant dans les principaux indices boursiers (Dow Jones, FTSE 100, CAC 40, Hang Seng ou Nikkei) et plus de la moitié des grandes institutions financières dans le monde.

Visitez notre site internet au [www.mayerbrown.com](http://www.mayerbrown.com) pour plus d'informations.

Mayer Brown est une structure internationale regroupant des avocats d'affaires constituée d'entités indépendantes (les "Cabinets Mayer Brown"). Les Cabinets Mayer Brown sont : Mayer Brown LLP et Mayer Brown Europe-Brussels LLP, sociétés à responsabilité limitée (limited liability partnerships) régies par le droit de l'Etat de l'Illinois, Etats-Unis d'Amérique; Mayer Brown International LLP, société à responsabilité limitée (limited liability partnership) immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles (agrée et réglementée par la Solicitors Regulation Authority et immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro OC 303359); Mayer Brown, SELAS établie en France; Mayer Brown JSM, société (partnership) établie à Hong Kong et ses cabinets d'avocats associés en Asie; et Tauil & Chequer Advogados, société (partnership) de droit brésilien, partenaire de Mayer Brown. Mayer Brown Consulting (Singapore) Pte. Ltd et sa filiale, affiliées de Mayer Brown, fournissent des services de conseil et de consultance en matière de commerce international, à l'exclusion de services juridiques. "Mayer Brown" et le logo Mayer Brown sont des marques déposées des Cabinets Mayer Brown dans leur pays respectif. © 2016 Les Cabinets Mayer Brown. Tous droits réservés.