

## SOMMAIRE

Rapport AMF 2011 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants

Nouvelle recommandation de l'AMF aux émetteurs sur certains éléments de communication financière

Opération du mois – L'OPA Ingenico sur Xiring

Nouvelle instruction de l'AMF sur les OPCVM d'épargne salariale (FCPE)

## ÉDITO

### Edito

Par Alexis Constantin, Counsel, Professeur agrégé des Facultés de droit

**Influence de l'actionnaire de référence et gouvernement d'entreprise des sociétés cotées** Dans le même temps que l'AMF rendait son rapport pour 2011 sur « le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants » (v. ci-après), de grandes manœuvres agitaient la société Carrefour et son management. Ces derniers événements soulevaient, selon certains commentateurs, le problème de la gouvernance du groupe et notamment de l'influence de son actionnaire minoritaire de référence. Cette dernière question, bien loin de se limiter au groupe Carrefour, concerne de nombreuses sociétés cotées, qui comptent un tel actionnaire détenant entre 10% et 30% des droits de vote.

## LE CHIFFRE À RETENIR

### 53

53 offres publiques ont été comptabilisées en France en 2011 sur Euronext et Alternext, soit deux fois plus qu'en 2009 et 2010.

Le montant de capital acquis au cours de ces opérations s'élève à 7,7 milliards d'euros (dont 3,4 milliards d'euros pour la seule offre publique de Solvay sur Rhodia), à comparer avec 1,13 milliard en 2010 et 491 millions en 2009.

La prime moyenne offerte aux détenteurs d'actions a été de 31,1 % par rapport au dernier cours de bourse, à 17% par rapport à la valeur intrinsèque calculée par les banques conseils des initiateurs, mais à moins de 10% par rapport à la valeur intrinsèque évaluée par les experts indépendants.

## SOMMAIRE

Rapport AMF 2011 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants

Nouvelle recommandation de l'AMF aux émetteurs sur certains éléments de communication financière

Opération du mois – L'OPA Ingenico sur Xiring

Nouvelle instruction de l'AMF sur les OPCVM d'épargne salariale (FCPE)

## ÉDITO

### Edito

Par Alexis Constantin, Counsel, Professeur agrégé des Facultés de droit

#### Influence de l'actionnaire de référence et gouvernement d'entreprise des sociétés cotées

Dans le même temps que l'AMF rendait son rapport pour 2011 sur « le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants » (v. ci-après), de grandes manœuvres agitaient la société Carrefour et son management. Ces derniers événements soulevaient, selon certains commentateurs, le problème de la gouvernance du groupe et notamment de l'influence de son actionnaire minoritaire de référence. Cette dernière question, bien loin de se limiter au groupe Carrefour, concerne de nombreuses sociétés cotées, qui comptent un tel actionnaire détenant entre 10% et 30% des droits de vote.

Le problème de gouvernance que tout cela pose n'est pas tant celui de la volonté, bien naturelle, de l'actionnaire de référence de défendre ses intérêts, que celui du bon fonctionnement des mécanismes sociétaires garantissant la prise en compte prioritaire et systématique de l'intérêt social, lequel n'est pas réductible au seul intérêt des actionnaires principaux. Parmi ces mécanismes figure précisément la désignation d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration comme le rappellent souvent les associations d'actionnaires minoritaires.

Dans certaines situations, lorsqu'ils sont minoritaires au sein des conseils, les administrateurs indépendants ne sont pas en mesure de jouer pleinement leur rôle de contre-pouvoir. A cet égard, la règle de composition du conseil, posée par le code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, déc. 2008, § 8 (« *[l]a part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle.* ») est importante et les sociétés ne respectant pas cette recommandation doivent détailler les raisons de cette inapplication, comme l'a rappelé l'AMF dans son dernier rapport sur la gouvernance.

Au delà de leur nombre au sein du conseil, la question est également de savoir si ces administrateurs indépendants jouent effectivement leur rôle de contre-pouvoir, comme ils en ont le devoir et comme il convient d'ailleurs de présumer qu'ils l'exercent en l'absence de toute démonstration contraire, ou bien si, comme on l'affirme parfois ici et là, la notion même d'administrateur indépendant ne serait qu'un oxymore, tant il serait illusoire qu'un administrateur puisse « *n'entretenir aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction [ou son actionnaire de référence pourrait-on ajouter], qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement* » (comme l'exige le Code AFEP MEDEF déjà cité § 8). Sans répondre de manière définitive à cette question, constatons simplement que tout ceci donne beaucoup d'importance et donc une responsabilité accrue aux administrateurs indépendants, à une époque où les tribunaux engagent plus facilement la responsabilité des administrateurs indépendants ou non.

## SOMMAIRE

**Rapport AMF 2011 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants**

**Nouvelle recommandation de l'AMF aux émetteurs sur certains éléments de communication financière**

**Opération du mois – L'OPA Ingenico sur Xiring**

**Nouvelle instruction de l'AMF sur les OPCVM d'épargne salariale (FCPE)**

## Rapport AMF 2011 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants

Le rapport 2011 de l'AMF a été élaboré à partir d'un échantillon de 90 sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur Nyse Euronext (dont 59 se réfèrent au code Afep-Medef, 19 au code Middenext et 12 ne se réfèrent à aucun code).

L'AMF identifie comme **améliorations notables** :

- s'agissant du gouvernement d'entreprise, **l'augmentation de la diversification de la composition des conseils** ; et
- s'agissant de la rémunération des dirigeants, l'amélioration en matière d'informations sur (i) le **cumul du contrat de travail et d'un mandat social**, (ii) **les conditions et modalités de versement des indemnités de départ** versées à l'occasion de départs intervenus pendant l'exercice 2010, et (iii) **les options d'achat ou de souscription d'actions et l'attribution d'actions de performance**.

L'AMF a également dressé la liste des **principales améliorations attendues**, parmi lesquelles :

- **une application plus rigoureuse du principe « appliquer ou expliquer »**.  
Notamment, lorsqu'une recommandation du code est écartée, l'AMF recommande de fournir des explications suffisamment circonstanciées et adaptées ;
- s'agissant de certaines recommandations : pour les sociétés qui ont mis en place un **Administrateur Référent**, une communication sur les pouvoirs et prérogatives de cet administrateur ;
- s'agissant de la **rémunération des dirigeants** :
  - l'AMF rappelle que le code de commerce requiert (articles L. 225-185 et L.225-197-1) **la mise en place de règles de conservation d'un certain nombre de titres par les dirigeants au moment de l'attribution à leur profit de stock-options et d'actions gratuites**.
  - En outre l'AMF constate que peu de sociétés présentent des informations sur les **droits ouverts à titre individuel au titre des régimes de retraite supplémentaire à prestations définies** dont bénéficient leurs dirigeants.
  - Par ailleurs, plusieurs sociétés n'indiquent pas les **critères qualitatifs retenus pour la détermination de la partie variable de la rémunération** des dirigeants et très peu d'entre elles précisent le niveau de réalisation attendu des objectifs quantitatifs.

## SOMMAIRE

Rapport AMF 2011 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants

**Nouvelle recommandation de l'AMF aux émetteurs sur certains éléments de communication financière**

Opération du mois – L'OPA Ingenico sur Xiring

Nouvelle instruction de l'AMF sur les OPCVM d'épargne salariale (FCPE)

## Nouvelle recommandation de l'AMF aux émetteurs sur certains éléments de communication financière

L'AMF constate que, dans un contexte économique délicat et différencié selon les zones géographiques et les secteurs d'activité, les marchés financiers portent une attention accrue à la transparence et à la précision des informations relatives aux risques. L'AMF rappelle que certaines informations détaillées, considérées habituellement comme non sensibles, peuvent, dans le contexte actuel devenir significatives.

Elle recommande aux émetteurs d'**adapter et de préciser en conséquence leur communication financière** notamment en détaillant lors de la présentation de leurs activités, **résultats**, performances et perspectives, **selon les zones géographiques et les sous-secteurs opérationnels sensibles ou se trouvant dans des situations très différenciées**. Ces compléments d'information doivent permettre de mesurer les risques ou opportunités associés à certains pays ou sous-secteurs que l'émetteur juge significatifs.

L'AMF rappelle aux émetteurs l'importance d'une rédaction adaptée, détaillée et spécifique de leurs principaux risques dans leur document de référence. Enfin, celle-ci **recommande aux émetteurs d'intégrer dans leur document de référence un ou des facteurs de risque appropriés dès lors que les hypothèses clés et la sensibilité de celles-ci retenues dans l'arrêté des comptes sont susceptibles d'avoir des impacts significatifs sur la situation financière et les perspectives.**

Cette recommandation sur la communication financière complète la recommandation AMF n° 2011-16 en vue de la publication des comptes 2011 et la recommandation AMF sur les facteurs de risque du 29 octobre 2009.

- > Recommandation AMF n° 2011-18 en date du 20 décembre 2011 sur certains éléments de communication financière notamment dans le cadre de la présentation au marché des résultats
- > Recommandation AMF n°2011-16 en date du 7 novembre 2011 en vue de l'arrêté des comptes 2011
- > Recommandation de l'AMF sur les facteurs de risque en date du 29 octobre 2009-Mise à jour du guide d'élaboration des documents de référence

## SOMMAIRE

[Rapport AMF 2011 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants](#)

[Nouvelle recommandation de l'AMF aux émetteurs sur certains éléments de communication financière](#)

[Opération du mois – L'OPA Ingenico sur Xiring](#)

[Nouvelle instruction de l'AMF sur les OPCVM d'épargne salariale \(FCPE\)](#)

## Opération du mois – L'OPA Ingenico sur Xiring

Ingenico a annoncé le 14 novembre 2011 **une offre volontaire contractuelle d'achat amicale** portant sur la totalité des actions de la société **Xiring, société cotée sur Alternext**, pour un prix de 17 euros par action, représentant une prime de 24% par rapport au cours de clôture au 11 novembre 2011.

Conformément à la réglementation applicable, disposant de 91,25 % du capital de Xiring à l'issue de l'offre contractuelle (entraînant le franchissement des seuils de 50 % du capital et des droits de vote), Ingenico a déposé, le 14 décembre 2011, un projet d'offre publique d'achat simplifiée auprès de l'AMF visant la totalité des actions non détenues.

A l'issue de cette OPAS, qui est actuellement en cours, si les actionnaires minoritaires de XIRING ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Xiring, Ingenico demandera à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de Xiring non apportées à l'Offre.

Dans cette offre contractuelle, il est intéressant de noter les points suivants :

- L'expert indépendant a établi, dès l'offre contractuelle, **une seule attestation d'équité sur les conditions financières de l'offre contractuelle, ainsi que celle du projet d'OPAS et de la procédure de retrait obligatoire** éventuellement mise en œuvre.
- L'offre contractuelle était soumise à **un seuil de réussite** correspondant à la détention d'au moins 66,67% des droits de vote, **auquel l'initiateur se réservait le droit de renoncer**.

> Documentation relative à l'offre Ingenico en ligne sur le site internet de Xiring

## SOMMAIRE

Rapport AMF 2011 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants

Nouvelle recommandation de l'AMF aux émetteurs sur certains éléments de communication financière

Opération du mois – L'OPA Ingenico sur Xiring

Nouvelle instruction de l'AMF sur les OPCVM d'épargne salariale (FCPE)

## Nouvelle instruction de l'AMF sur les OPCVM d'épargne salariale (FCPE)

L'adoption de cinq nouvelles instructions relatives à l'agrément et au fonctionnement des OPCVM et des OPCI constitue le dernier échelon de transposition de la directive OPCVM IV en droit français.

Notons particulièrement la nouvelle instruction AMF n°2011-21 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un Document d'Information Clef pour les Investisseurs (DICI) et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM d'épargne salariale qui vient remplacer l'ancienne instruction n°2005-05.

Cette nouvelle instruction reprend les dernières modifications intervenues dans la loi et notamment le nouveau DICI.

- > Finalisation de la transposition de la directive OPCVM IV : publication des instructions AMF - Communiqué de presse de l'AMF du 21 décembre 2011
- > Instruction AMF n° 2011- 21 en date du 21 décembre 2011 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM d'épargne salariale
- > Directive 2009/65/ce du Parlement Européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

## SOMMAIRE

Rapport AMF 2011 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants

Nouvelle recommandation de l'AMF aux émetteurs sur certains éléments de communication financière

Opération du mois – L'OPA Ingenico sur Xiring

Nouvelle instruction de l'AMF sur les OPCVM d'épargne salariale (FCPE)

## ET ENCORE

### Consultation publique de l'AMF sur les offres publiques d'acquisition

Les 4 principales modifications du règlement général de l'AMF proposées sont les suivantes :

- **Introduction d'un seuil de caducité automatique à 50% en cas d'offre de prise de contrôle :**

Toute offre publique volontaire (procédure normale) serait caduque de plein droit si l'initiateur ne détient pas au moins 50% du capital ou des droits de vote de la société visée à l'issue de l'offre.

- **Introduction sur Alternext de deux nouveaux cas de dérogation au dépôt obligatoire d'une OPA :**

En cas de franchissement des seuils de 50% du capital ou des droits de vote consécutif à (i) la souscription à une augmentation de capital réservée ou (ii) l'exercice ou la conversion de titres donnant accès au capital, une dérogation pourrait être accordée par l'AMF au bénéficiaire de la souscription. Par ailleurs, le fait que seules les offres obligatoires soient soumises à l'examen de conformité de l'AMF a pour conséquence que l'initiateur qui franchit le seuil de 50%, à l'issue d'une offre volontaire ou contractuelle (non régulée par l'AMF), doit en principe déposer un projet d'offre publique obligatoire auprès de l'AMF. La question se pose de savoir s'il faut alors dispenser l'initiateur d'une telle obligation, afin d'éviter un doublon (offre contractuelle suivie d'une offre obligatoire).

- **Autorisation de la poursuite d'un programme de rachat d'actions par l'initiateur d'une offre :**

L'initiateur d'une offre serait autorisé à poursuivre son programme de rachat d'actions pendant les périodes d'offre et de préoffre, dès lors que celui-ci serait réalisé conformément aux dispositions du règlement européen n°2273/2003 du 22 décembre 2003 ou d'une réglementation étrangère équivalente.

- **Extension du champ géographique d'application de la condition suspensive anti-trust :**

L'initiateur d'une offre pourrait invoquer la condition suspensive anti-trust, en vertu de laquelle l'offre serait caduque s'il doit soumettre son projet de rapprochement à l'examen approfondi des autorités antitrust d'une juridiction autre qu'européenne ou américaine, sous réserve que cette autorisation soit absolument décisive et rigoureusement indispensable pour le rapprochement envisagé.

Les réponses à la consultation publique devaient être retournées au plus tard le 31 janvier 2012.

## A venir, les conclusions du groupe de place sur les assemblées générales de sociétés cotées

Jean-Pierre Jouyet a précisé lors de ses vœux à la presse que les conclusions de ce groupe de travail seront soumises à consultation dans les premières semaines de février 2012. Les travaux de ce groupe devaient s'articuler autour de trois thèmes : le **dialogue entre actionnaires et émetteurs à l'occasion de l'assemblée générale**, le **fonctionnement de l'assemblée générale** et le **vote des conventions réglementées**.

---

---

- > Discours prononcé par M. Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF, à l'occasion des vœux à la presse Jeudi 26 janvier 2012
  - > L'Autorité des marchés financiers lance un groupe de Place sur les assemblées générales de sociétés cotées- communiqué de presse de l'AMF en date du 11 mai 2011
- 
- 

## Le Royaume-Uni annonce des mesures pour encadrer les rémunérations des dirigeants

Le ministre britannique du commerce a détaillé mardi 24 janvier 2012 les mesures proposées par le gouvernement britannique concernant les rémunérations des dirigeants de sociétés cotées. Celles-ci se déclinent en trois axes :

- **Plus de transparence.** Les sociétés devraient donner plus d'informations **sur les critères utilisés pour fixer la rémunération des dirigeants** et notamment ceux relatifs à la performance et à la stratégie de la société. Les sociétés devraient communiquer un chiffre unique pour la rémunération totale de chaque dirigeant et le mettre en relation par rapports aux dividendes versés et aux investissements réalisés par la société. Par ailleurs, les sociétés devraient expliquer comment elles ont consulté les salariés et pris en compte le salaire d'un employé dans la fixation de la rémunération d'un membre d'un conseil d'administration.
- **Plus de pouvoirs aux actionnaires.** Le gouvernement envisage de **soumettre au vote favorable d'au moins 75% des actionnaires (« say on pay »), la rémunération des dirigeants ainsi que les exit packages d'un montant supérieur à un an de salaire.** Le gouvernement envisage également d'imposer des clauses de « clawback » dans les contrats aux termes desquelles les rémunérations seraient remboursées à la société si celle-ci est en difficulté.
- **Plus de diversité** serait requise dans la **composition des conseils d'administration** et le nombre de mandats des dirigeants dans les comités de rémunération d'autres sociétés seraient limités.

Cette annonce fait suite à une consultation du Ministère britannique du commerce sur les rémunérations des dirigeants lancée en septembre 2011 et dont la synthèse des réponses a été publiée en janvier 2012.

---

---

- > Action du gouvernement britannique sur les rémunérations de dirigeants – Site internet du Ministère britannique du commerce de l'innovation et des compétences- 24 Janvier 2012
  - > Texte de la consultation publique du Ministère britannique du commerce sur les rémunérations des dirigeants– Discussion Paper- Executive Remuneration – September 2011
  - > Résumé des réponses à la consultation publique du Ministère britannique du commerce sur les rémunérations des dirigeants- Discussion Paper : summary of responses – Executive Remuneration – January 2012
- 
-

## Une taxe française sur les transactions financières à compter du 1<sup>er</sup> août 2012

Les services du Premier ministre ont précisé le 30 janvier 2012, les détails de la taxe sur les transactions financières annoncée par le Président de la République et dont l'entrée en vigueur est prévue à compter du 1<sup>er</sup> août 2012. Les principaux éléments du projet de loi seraient les suivants :

- la taxe frapperait toutes les « **acquisitions à titre onéreux d'un titre de capital (...) et de titres assimilés (...) admis aux négociations sur un marché réglementé** » quelle que soit la localisation de l'acheteur ou du vendeur et le lieu de la transaction ;
- ne seraient visés que les titres des **sociétés dont le siège social est situé en France** (et non ceux des entreprises étrangères cotées à Paris) et **dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euro** au 1<sup>er</sup> janvier de l'année d'imposition ;
- la taxe serait **assise sur la valeur d'acquisition** du titre ;
- le taux de la taxe serait de 0,1% quelle que soit la nature du produit acheté (actions ou dérivés) ;
- des **exemptions** seraient prévues pour les **émissions de titres, les activités par nature non spéculatives** (activités de tenues de marché), les opérations au sein des groupes et les opérations de prêts de titres ;
- la taxe ne concernerait pas **le marché obligataire** (obligations d'Etat et d'entreprise) ;
- une taxe spécifique viserait les transactions sur les credit default swaps (CDS) souverains vendus à nu et les opérations de trading à haute fréquence.

Cette taxe serait donc plus restreinte dans son champ d'application que la proposition de directive européenne actuellement en cours de discussion et instaurant une taxe sur les transactions financières au niveau européen.

Sources : Reuters, Les Echos & BFM Business

---

> Proposition de directive du Conseil du 28 septembre 2011 établissant un système commun de taxe sur les transactions financières et modifiant la directive 2008/7/CE

---