

CRIDES Working Paper Series no. 2/2019

Vers une première réforme du CSA ? La transposition en droit belge de la Directive 2017/828 (SRDII) visant à promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires

by Patrick della Faille

Cite as: P. della Faille, *Vers une première réforme du CSA ? La transposition en droit belge de la Directive 2017/828 (SRDII) visant à promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires*, CRIDES Working Paper Series no. 2/2019

The **CRIDES**, *Centre de recherche interdisciplinaire Droit Entreprise et Société*, aims at investigating, on the one hand, the role of law in the enterprise and, on the other hand, the function of the enterprise within society. The centre, based at the Faculty of Law – UCLouvain, is formed by four research groups: the research group in economic law, the research group in intellectual property law, the research group in social law (Atelier SociAL), and the research group in tax law.

www.uclouvain.be/fr/instituts-recherche/juri/crides



This paper © Patrick della Faille (2019) is licensed under a
Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License
<https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>

VERS UNE PREMIÈRE RÉFORME DU CSA ? LA TRANSPOSITION EN DROIT BELGE DE LA DIRECTIVE 2017/828 (SRDII) VISANT À PROMOUVOIR L'ENGAGEMENT À LONG TERME DES ACTIONNAIRES

Patrick della Faille*

ABSTRACT

Back in 2007, the European Parliament and the European Council adopted the Shareholder Rights Directive (SRD) setting forth a series of requirements regarding the the exercise of rights of shareholders in EU listed companies. The 2017 revised Shareholder Rights Directive (SRD II) amends the SRD by adding requirements related to the remuneration of directors, sensitive transactions, enhancement of transparency in the voting process as regards shareholder identification and voting by proxy, improvement of the issuer-investor dialogue and transparency on investment strategies and engagement policies and their implementation by institutional investors and asset managers. By facilitating the exercise of shareholder rights in EU listed companies, SRD II aims to stimulate shareholders' long-term engagement. EU Member States must implement the SRD II into national law by 10 June 2019.

The newly entered into force Belgian Companies and Associations Code (BCAC) does not implement the requirements of the SRD II, the authors of the new code making nevertheless sure that its provisions do not go against those to be adopted pursuant to SRD II.

The implementation of the SRD II will cause a revision of the BCAC in the near future to ensure compliance with the directive.

KEYWORDS

EU Listed Companies - Corporate Governance - Shareholders' Rights - Issuer-Investor Dialogue - -
Belgian Companies and Associations Code

* Patrick della Faille (Patrick.dellafaille@lydian.be) is member of the Brussels Bar and scientific collaborator at UCLouvain.

1. Introduction

1. Dans sa communication au Conseil et au Parlement européen du 21 mai 2003 intitulée « *Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – Un plan pour avancer* », la Commission européenne a relevé qu'il y avait lieu de prendre un certain nombre d'initiatives spécifiques pour renforcer les droits des actionnaires des sociétés cotées et résoudre de toute urgence les problèmes liés au vote transfrontalier¹. Le Parlement européen lui a rapidement emboîté le pas, exprimant dans sa résolution du 21 avril 2004 son soutien à l'intention de la Commission européenne de renforcer les droits des actionnaires, notamment par l'extension des règles sur la transparence, le droit de vote par procuration, la possibilité de participer aux assemblées générales par voie électronique et d'assurer l'exercice des droits de vote de manière transfrontalière². C'est dans ce contexte que le Parlement européen et le Conseil ont adopté, le 11 juillet 2007, une directive relative à l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées, dite directive « Droit des Actionnaires I » (la « **Directive 2007/36/CE** »)³.

2. Suite à la crise des subprimes de 2008, la Commission a constaté que, dans de nombreuses entreprises, les actionnaires soutenaient souvent une prise de risque à court terme excessive par rapport aux gestionnaires d'actifs. En outre, il est apparu que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ne suivaient pas suffisamment les sociétés dans lesquelles ils détenaient une participation et ne s'y engageaient pas suffisamment, et qu'ils étaient trop centrés sur les rendements à court terme, ce qui pouvait « *conduire à une gouvernance d'entreprise et des performances sous-optimales* »⁴. C'est ainsi qu'est né un livre vert sur la gouvernance d'entreprises dans l'Union Européenne⁵, et que des travaux sur l'avenir du droit européen des sociétés ont été amorcés. En définitive, issue d'une proposition présentée par la Commission européenne en avril 2014 comme visant à « *améliorer la gouvernance d'environ 10 000 entreprises cotées sur les marchés boursiers de l'Union européenne afin de renforcer leur compétitivité et leur viabilité à long terme* »⁶, le Conseil de l'Union européenne a adopté, le 17 mai 2017, la Directive UE 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des

¹ 1^{er} Considérant de la Directive 2007/36/CE.

² 2^{ème} Considérant de la Directive 2007/36/CE.

³ Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées (JO L 184 du 14.7.2007, p. 17).

⁴ 2^{ème} Considérant de la Directive.

⁵ Voy. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A52012DC0740>

⁶ Voy. https://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-396_fr.htm

actionnaires⁷, dite directive « Droit des Actionnaires II » ou « SRDII » (la « **Directive** »)⁸. Elle a été complétée par un règlement d'exécution n°2018/1212 de la Commission du 3 septembre 2018, fixant des exigences minimales pour la mise en œuvre de la Directive (le « **Règlement** »)⁹. Les dispositions y relatives entrèrent en vigueur le 3 septembre 2020, soit trois ans après l'adoption des mesures d'exécution précitées¹⁰.

3. La Directive repose sur le postulat selon lequel *« l'engagement concret et durable des actionnaires est l'une des pierres angulaires du modèle de gouvernance des sociétés cotées, qui repose sur l'équilibre des pouvoirs entre les différents organes et les différentes parties prenantes. Une plus grande implication des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise est un des leviers pouvant contribuer à améliorer les performances tant financières que non financières des sociétés, notamment en ce qui concerne les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance, tels qu'énoncés, en particulier, dans les principes pour l'investissement responsable soutenus par les Nations unies. En outre, une plus grande implication de toutes les parties prenantes, en particulier des salariés, dans la gouvernance d'entreprise constitue un facteur important pour garantir l'adoption par les sociétés cotées d'une vision à plus long terme qu'il est nécessaire d'encourager »*¹¹.

4. La Directive, comme la Directive 2007/36/CE, fixe certaines exigences concernant l'exercice de certains droits des actionnaires attachés à des actions avec droit de vote, dans le cadre des assemblées générales des sociétés qui ont leur siège social dans un État membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre, étant entendu que l'État membre compétent pour réglementer les questions relevant de la Directive est l'État membre dans lequel la société a son siège social¹². Afin de favoriser l'engagement des actionnaires, elle introduit de nouvelles dispositions permettant aux actionnaires, rendus plus facilement identifiables,

⁷ Directive (UE) 2017/828 du parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (JO L 132 du 20.05.2017, p. 1).

⁸ Dans la présente contribution, le terme « Directive » est utilisé indifféremment pour désigner la Directive UE 2017/828, ou la Directive 2007/36/CE telle que modifiée par la Directive UE 2017/828.

⁹ Règlement d'exécution (UE) 2018/1212 de la Commission du 3 septembre 2018 fixant des exigences minimales pour la mise en œuvre des dispositions de la directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'identification des actionnaires, la transmission d'informations et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires (JO L 223 du 4.9.2018, p. 1).

¹⁰ Art. 16 nouveau de la Directive.

¹¹ 14^{ème} Considérant de la Directive.

¹² Art. 1^{er}, §§1^{er} et 2, de la Directive. L'État membre compétent est par ailleurs défini comme suit :

a) pour les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs, l'État membre d'origine tel qu'il est défini dans tout acte législatif sectoriel applicable de l'Union ;

b) pour les conseillers en vote, l'État membre dans lequel le conseiller en vote a son siège social ou, lorsque le conseiller en vote n'a pas son siège social dans un État membre, l'État membre dans lequel le conseiller en vote a son administration centrale ou, lorsque le conseiller en vote n'a ni son siège social ni son administration centrale dans un État membre, l'État membre dans lequel le conseiller en vote est établi.

de se prononcer sur la rémunération des administrateurs de la société. De nouvelles obligations de transparence sont par ailleurs mises à la charge des investisseurs institutionnels - tels que les fonds de retraite et les compagnies d'assurance vie -, des gestionnaires d'actifs ainsi que des conseillers en vote. En outre, certaines transactions, identifiées comme pouvant être nuisibles pour la société, doivent désormais faire l'objet d'une publicité et être approuvées par le biais de procédures garantissant la protection des intérêts de la société et de ses actionnaires.

5. Permettant aux États membres d'adopter ou de conserver des dispositions plus strictes pour faciliter l'exercice des droits des actionnaires¹³ et encourager leur engagement ou protéger la sûreté et la solidité des établissements de crédit et des établissements financiers¹⁴, la Directive doit être transposée par les États membres dans leur droit national avant le 10 juin 2019. Or, le Code des sociétés et des associations (le « CSA »), de l'aveu même du Conseil d'État lors des travaux préparatoires dudit CSA, « n'assure pas la transposition systématique de la [Directive] alors que les États membres disposent d'un délai de deux ans, expirant en juin 2019, pour intégrer les nouvelles dispositions dans leur droit national »¹⁵. Le Conseil d'État n'a dès lors pu qu'inviter les auteurs de l'avant-projet de CSA à s'assurer que celui-ci n'allait pas à l'encontre des exigences de la Directive, rappelant la jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne dans son arrêt *Inter-Environnement Wallonie ASBL c. Région wallonne* (18 décembre 1997, C-129/96), sur l'effet d'une directive dont le délai de transposition n'est pas encore échu. « Selon cette jurisprudence, pendant le délai de transposition fixé par la directive, les États membres doivent s'abstenir de prendre des dispositions de nature à compromettre sérieusement la réalisation du résultat prescrit par cette directive »¹⁶.

6. L'objet de la présente contribution est d'examiner les modifications que devra connaître le CSA dans les prochains mois, en vue d'assurer la transposition en droit belge de la Directive au titre des sociétés dont les actions, les parts bénéficiaires ou les certificats se rapportant à ces actions sont admis à la négociation sur un marché réglementé au sens

¹³ La Directive laisse par ailleurs aux États membres le soin de déterminer le régime des sanctions applicables en cas de violation des dispositions nationales adoptées conformément à la Directive, ces sanctions devant être « effectives, proportionnées et dissuasives » (Art. 14 de la Directive). La Directive précise qu'elle n'a pas pour objet d'obliger les sociétés, les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs et les conseillers en vote visés par la Directive « à rendre publics certains éléments d'informations dont la divulgation nuirait gravement à leur position commerciale ou, s'il ne s'agit pas d'entreprises ayant un but commercial, aux intérêts de leurs membres ou bénéficiaires » (45^{ème} Considérant de la Directive).

¹⁴ La Directive est une directive dite « d'harmonisation minimale », ce qui signifie que les États membres peuvent adopter ou conserver des dispositions plus strictes sur certains points « pour faciliter davantage l'exercice des droits des actionnaires, encourager l'engagement des actionnaires et protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, ainsi que pour servir d'autres objectifs tels que la sûreté et la solidité des établissements de crédit et des établissements financiers » (55^{ème} Considérant de la Directive).

¹⁵ Avis du Conseil d'État n°61.988/2 du 9 octobre 2017, Doc. parl., Chambre, sess. 54, 2017-2018, n°3119/002, p. 93.

¹⁶ Avis du Conseil d'État n°61.988/2 du 9 octobre 2017, Doc. parl., Chambre, sess. 54, 2017-2018, n°3119/002, p. 94.

de l'article 1:11 du CSA¹⁷. Nous examinerons ainsi les exigences posées par la Directive afin de susciter l'engagement des actionnaires sur le long terme et de renforcer la transparence, lesquelles s'appliquent dans les domaines suivants : (i) rémunération des administrateurs ; (ii) transactions avec des parties liées ; (iii) identification des actionnaires ; (iv) facilitation de l'exercice des droits des actionnaires ; (v) transmission des informations ; et (vi) transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote.

2. Droit de regard des actionnaires sur la rémunération des dirigeants

7. Les pouvoirs que confère le CSA aux actionnaires de toute société cotée en matière de rémunération des dirigeants sont relativement limités. En effet, l'assemblée générale est uniquement tenue, conformément à l'article 7:149, alinéa 3, du CSA, de se prononcer par un vote séparé sur le rapport de rémunération, lequel constitue une section distincte de la déclaration de gouvernement d'entreprise contenue dans le rapport de gestion (article 3:6, §2, du CSA). Le CSA octroie par ailleurs certains pouvoirs particuliers aux actionnaires en matière de rémunération variable, d'acquisition définitive d'actions, d'exercice d'options sur actions ou d'octroi d'indemnités de départ, conformément aux articles 7:91 et 7:92 du CSA.

8. La Directive réforme de manière importante ce mécanisme. En effet, si cette dernière ne contient aucune disposition particulière en ce qui concerne la forme ou la structure de la rémunération des dirigeants (voy. n°13), elle instaure un dispositif innovant de « *say on pay* », reposant sur deux votes des actionnaires : un vote *ex ante*, sur la politique de rémunération, et un vote *ex post*, sur les rémunérations dues ou octroyées au cours de l'exercice précédent. Elle impose par ailleurs aux sociétés de publier leur politique de rémunération et leur rapport sur la rémunération, en exigeant la publication des rémunérations individuelles des dirigeants. Est également innovant le champ d'application de ces dispositions, puisque le terme « dirigeant » visé par l'article 1, (2), b), i), de la Directive englobe à la fois :

- 1° les membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance d'une société ;
- 2° le directeur général et le directeur général adjoint (lorsqu'ils ne sont pas membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance). Ces derniers semblent donc être les seuls « exécutifs » non-membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance visés par ces dispositions légales ; et

¹⁷ « Par "société cotée", il faut entendre la société dont les actions, les parts bénéficiaires ou les certificats se rapportant à ces actions sont admis aux négociations sur un marché réglementé visé à l'article 3, 7°, de la loi du 21 novembre 2017 relative aux infrastructures des marchés d'instruments financiers et portant transposition de la directive 2014/65/UE » (art. 1:11 du CSA).

- 3° si un État membre le prévoit ainsi, toutes les personnes « *qui exercent des fonctions similaires à celles exercées dans les cas visés* » ci-avant, ce qui est particulièrement vague et ouvre la porte à toutes les interprétations¹⁸.

2.1. Établissement d'une politique de rémunération

9. En vertu de l'article 9bis, §1^{er}, de la Directive, « *les États membres veillent à ce que les sociétés établissent une politique de rémunération en ce qui concerne les dirigeants* ». Une telle politique de rémunération n'est toutefois pas un concept totalement nouveau en droit belge. En effet, le CSA précise déjà en son article 3:6, §3, alinéa 2, que le rapport de rémunération visé par les articles 7:128, §1^{er}, 2°, et 7:149, alinéa 2, doit notamment contenir :

- 1° une description de la procédure adoptée pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de rémunération, pour élaborer une « *politique relative à la rémunération* » des administrateurs, des membres du conseil de direction et du conseil de surveillance, des autres dirigeants et des délégués à la gestion journalière de la société, et fixer la rémunération individuelle des personnes en question ;
- 2° une déclaration sur la « *politique de rémunération* »¹⁹ de ces mêmes personnes adoptée pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, qui contient au moins des informations sur : (a) les principes de base de la rémunération, avec indication de la relation entre rémunération et prestations ; (b) l'importance relative des différentes composantes de la rémunération ; (c) les caractéristiques des primes de prestations en actions, options ou autres droits d'acquérir des actions ; et (d) des informations sur la politique de rémunération pour les deux exercices sociaux suivants.

10. Il est toutefois évident que le CSA devra être amendé pour y intégrer les prescriptions de l'article 9bis, §2, de la Directive, lequel définit les informations minimales que doit contenir cette politique de rémunération. En vertu de cet article, la politique de rémunération doit :

- être présentée de manière « *claire, compréhensible et complète* »²⁰ et préciser la manière dont elle contribue « *à la stratégie commerciale de la société, aux intérêts et à la pérennité* »

¹⁸ On relèvera à cet égard que l'article 3:6, §3 du CSA dispose déjà que, pour l'application des articles 3:6, §3, 7:92, 7:100 et 7:121, « *l'on entend par "autres dirigeants" les membres de tout comité où se discute la direction générale de la société, organisé en dehors du régime de l'article 7:104* ».

¹⁹ L'article 3:6, §3, alinéa 2, 2° *in fine* du CSA précise que, « *en cas de modification importante de la politique de rémunération par rapport à l'exercice social faisant l'objet du rapport, elle doit être particulièrement mise en évidence* ».

²⁰ 29^{ème} Considérant de la Directive.

à long terme de l'entreprise », tout en n'étant pas « totalement ou principalement liée à des objectifs à court terme »²¹ ;

- décrire les différentes composantes de la rémunération fixe et variable, y compris tous les bonus et autres avantages, quelle que soit leur forme, qui peuvent être accordés aux dirigeants et en préciser l'importance respective. « Elle peut être conçue comme un cadre au sein duquel la rémunération des dirigeants doit être maintenue »²² ;
- décrire la manière dont les conditions de rémunération et d'emploi des salariés de la société ont été prises en compte lors de l'établissement de la politique de rémunération ;
- établir des critères clairs, détaillés et variés pour l'attribution d'une rémunération variable. Elle doit indiquer les critères de performances financière et non financière, y compris, le cas échéant, des critères relatifs à la responsabilité sociale des entreprises, voire des « facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance »²³, et expliquer la manière dont ces éléments contribuent aux objectifs énoncés au premier point, et les méthodes à appliquer pour déterminer dans quelle mesure il a été satisfait aux critères de performance. La politique de rémunération doit enfin fournir des informations sur les périodes de report éventuelles de la rémunération variable et sur la possibilité pour la société de demander la restitution de celle-ci ;
- préciser, lorsque la société octroie une rémunération en actions, les périodes d'acquisition et, le cas échéant, de conservation des actions applicable après l'acquisition et expliquer la manière dont la rémunération en actions contribue aux objectifs énoncés au premier point ;
- énoncer la durée des contrats ou des accords avec les dirigeants et les périodes de préavis applicables, les caractéristiques principales des régimes de retraite complémentaire ou de retraite anticipée, ainsi que les conditions de résiliation et les paiements liés à la résiliation ;
- expliquer le processus de décision suivi pour sa détermination, sa révision et sa mise en œuvre, y compris les mesures pour éviter ou gérer les conflits d'intérêts et, le cas échéant, le rôle du comité de rémunération ou d'autres comités concernés ;
- comprendre, en cas de révision de la politique de rémunération, la description et l'explication de toutes les modifications significatives et indiquer la manière dont elle prend en compte les votes et les avis des actionnaires sur la politique, et les rapports depuis le vote le plus récent sur la politique de rémunération par l'assemblée générale des actionnaires.

²¹ 29^{ème} Considérant de la Directive.

²² 29^{ème} Considérant de la Directive.

²³ 29^{ème} Considérant de la Directive.

2.2. Vote des actionnaires ex ante

11. La principale innovation de la Directive à cet endroit est de prévoir, en son article 9bis, §2, que les sociétés ne peuvent verser de rémunération à leurs dirigeants que « conformément à une politique de rémunération préalablement approuvée par l'assemblée générale ». Elle précise expressément que ce vote *ex ante* a un « effet contraignant », ceci afin de garantir que « les actionnaires ont réellement leur mot à dire sur la politique de rémunération »²⁴ (sic.).

12. La Directive impose par ailleurs que cette politique de rémunération soit soumise au vote de l'assemblée lors de chaque modification importante et, en tout état de cause, au moins tous les quatre ans²⁵. Enfin, elle requiert en son article 9bis, §7, que, « après le vote sur la politique de rémunération à l'assemblée générale, cette politique, ainsi que la date et le résultat du vote, soient rendus publics sans retard sur le site internet de la société et restent gratuitement à la disposition du public, au moins pendant la période où elle s'applique ».

13. Il est toutefois regrettable d'observer que, par des compromis discutables²⁶, ce principe connaisse en définitive un nombre important d'exceptions, qui éloignent fortement le texte final des intentions initiales de ses auteurs. L'article 9bis, §2, dispose en effet que :

- les États membres peuvent prévoir que le vote sur la politique de rémunération exprimé lors de l'assemblée générale est purement consultatif. Dans ce cas, les rémunérations accordées aux dirigeants devront être conformes à la politique soumise au vote consultatif de l'assemblée. La société devra uniquement, en cas de vote négatif, soumettre une politique révisée à la prochaine assemblée générale ;
- à défaut d'approbation de la politique de rémunération soumise à l'assemblée, la société doit continuer à rémunérer ses dirigeants conformément à la politique précédemment approuvée ou, en l'absence d'une telle politique, conformément « aux pratiques existantes ». La société doit dans les deux cas soumettre aux actionnaires une politique révisée lors de la prochaine assemblée générale ;
- les États membres peuvent autoriser les sociétés, dans des circonstances exceptionnelles, à savoir dans des situations « dans lesquelles la dérogation à la politique

²⁴ 29^{ème} Considérant de la Directive.

²⁵ Art. 9bis, §5, de la Directive.

²⁶ Les auteurs de la Directive s'en justifient au 28^{ème} Considérant : « Il importe [...] de respecter la diversité des systèmes de gouvernance d'entreprise dans l'Union, qui reflètent les conceptions différentes qu'ont les États membres du rôle des sociétés et des organes responsables de la détermination de la politique de rémunération et des rémunérations individuelles des dirigeants. Étant donné que la rémunération est un des éléments essentiels permettant aux sociétés de mettre leurs intérêts en adéquation avec ceux de leurs dirigeants et compte tenu du rôle crucial joué par ces derniers dans les sociétés, il est important que la politique de rémunération des sociétés soit déterminée de manière appropriée par les organes compétents au sein de la société et que les actionnaires aient la possibilité d'exprimer leur point de vue en ce qui concerne la politique de rémunération de la société ».

de rémunération est nécessaire pour servir les intérêts et la pérennité à long terme de la société dans son ensemble ou garantir sa viabilité », de déroger temporairement à la politique de rémunération ou « à certaines règles de la politique de rémunération, telles que les critères de rémunération fixe ou variable »²⁷, à condition que cette politique prévoie les conditions procédurales en vertu desquelles la dérogation peut être appliquée et précise les éléments de la politique auxquels il peut être dérogé ou la manière dont cette politique « serait appliquée dans certaines circonstances exceptionnelles »²⁸.

14. En tout état de cause, ces dispositions nécessiteront une adaptation du CSA, ce dernier se contentant de prescrire en son article 2:50 que « sans préjudice de dispositions légales impératives, et notwithstanding toute disposition statutaire qui attribue la compétence à un autre organe, l'assemblée générale, l'assemblée des associés ou l'assemblée générale des membres a le pouvoir de déterminer les conditions notamment financières auxquelles le mandat d'un membre de l'organe d'administration est octroyé et exercé, de même que les conditions dans lesquelles il est mis fin à ce mandat »²⁹. Cette disposition fait elle-même écho à l'article 7:89, en vertu duquel « sauf disposition statutaire contraire ou à moins que l'assemblée générale n'en décide autrement lors de leur nomination, les administrateurs sont rémunérés pour l'exercice de leur mandat »³⁰. Le CSA ne prévoit donc pas, pour l'heure, que la « politique de rémunération soit préalablement approuvée par l'assemblée générale ». Il devra donc être mis à jour pour y intégrer les dispositions visées par les articles 9bis, §§2 et suivants de la Directive.

2.3. Établissement d'un rapport sur la rémunération

15. En vertu de l'article 3:6, §2, du CSA, le rapport de gestion de toute société cotée doit contenir une déclaration de gouvernement d'entreprise. Cette déclaration doit elle-même contenir une section dédiée à la rémunération des dirigeants, en l'occurrence un « rapport de rémunération, qui en constitue une section spécifique ». Ce rapport de rémunération doit contenir, outre les informations relatives à la politique de rémunération visées ci-dessus (voy. n°8), des informations factuelles sur la rémunération octroyée aux dirigeants de la société.

16. Le régime légal a toutefois été modalisé pour diverses catégories de dirigeants, « compte tenu du souhait exprimé par certains de ménager certains éléments de confidentialité. En découle un régime à vitesses multiples : certains patrons doivent tout divulguer tandis que, d'autres ne

²⁷ 30^{ème} Considérant de la Directive.

²⁸ 30^{ème} Considérant de la Directive.

²⁹ Voy. pour les sociétés ayant adopté le modèle d'administration duale l'article 7:108 du CSA (« Sauf disposition statutaire contraire ou à moins que l'assemblée générale n'en décide autrement lors de leur nomination, les membres du conseil de surveillance sont rémunérés pour l'exercice de leur mandat. Sans préjudice de dispositions légales plus restrictives, le conseil de surveillance fixe la rémunération des membres du conseil de direction. Il en fait rapport dans le rapport de gestion »).

³⁰ Pour rappel, l'article 517 du Code des sociétés dispose quant à lui que « les sociétés anonymes sont administrées par des personnes physiques ou morales, rémunérées ou non ».

doivent faire connaître que certains éléments de leur rémunération, des mesures de publicité globales étant alors prévues »³¹. Ainsi, dans le détail :

- **informations relatives au C.E.O.**³² : celui-ci est soumis à un régime de transparence totale, puisque la société doit publier le montant de la rémunération et des autres avantages accordés directement ou indirectement au C.E.O. par la société ou une société qui fait partie du périmètre de consolidation de cette société³³. Cette information doit être ventilée comme suit : (a) la rémunération de base ; (b) la rémunération variable : toute rémunération additionnelle liée aux critères de prestation avec indication des modalités de paiement de cette rémunération variable ; (c) pension: les montants versés pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion ou les coûts relatifs aux services fournis au cours de l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, en fonction du type de plan de pension, avec une explication des plans de pension applicables ; (d) les autres composantes de la rémunération, telles que les coûts ou la valeur d'assurances et d'autres avantages en nature, avec une explication des caractéristiques des principales composantes. En cas de modification importante de cette rémunération par rapport à l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, elle doit être particulièrement mise en évidence³⁴ ;
- **informations relatives aux administrateurs non-exécutifs** : ceux-ci sont soumis à un régime de transparence moins important, même si la société doit tout de même publier individuellement le montant des rémunérations et autres avantages accordés directement ou indirectement à chaque administrateur non-exécutif par la société ou une société qui fait partie du périmètre de consolidation de cette société³⁵ ;
- **informations relatives aux administrateurs exécutifs**³⁶ : ceux-ci sont soumis à un régime de transparence encore moins important, puisque la société doit publier :

³¹ A. Autenne, « La normalisation des pratiques de rémunération managériales : la réglementation récente et ses enjeux », in Droit des sociétés – Millésime 2011, Larcier, Bruxelles, 2011, p. 141.

³² Pour englober l'ensemble des situations possibles, la loi fait référence « au représentant principal des administrateurs exécutifs, au président du conseil de direction, au représentant principal des autres dirigeants ou au représentant principal des délégués à la gestion journalière » (Art. 3:6, § 3, 6°, du CSA).

³³ « Les informations doivent clairement indiquer si cette rémunération est payée dans le cadre d'un contrat de travail ou d'un contrat de gestion et si la personne concernée a un statut d'employé ou pas. Elles doivent préciser, selon les cas, la rémunération brute ou le coût total, en excluant les cotisations patronales » (Exposé des motifs, Doc. Ch. sess. extr., 52, 2336/001, p. 12).

³⁴ Art. 3:6, § 3, 6°, du CSA.

³⁵ Art. 3:6, § 3, 3°, du CSA.

³⁶ Une nouvelle fois, pour englober l'ensemble des situations possibles, la loi fait référence aux administrateurs exécutifs, aux membres du conseil de direction, aux autres dirigeants ou aux délégués à la gestion journalière (Art. 3:6, § 3, 7°, du CSA).

- a. « des informations sur le montant des rémunérations qu'ils ont reçues en (leur) qualité (d'administrateur exécutif) »³⁷. L'article 3:6, § 3, 7°, du CSA précise que la société doit ainsi publier « globalement », le montant des rémunérations et autres avantages accordés directement ou indirectement³⁸ par la société ou une société qui fait partie du périmètre de consolidation de cette société. Cette information doit être ventilée comme suit : (a) la rémunération de base ; (b) la rémunération variable: toute rémunération additionnelle liée aux critères de prestation avec indication des modalités de paiement de cette rémunération variable ; (c) pension: les montants versés pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion ou les coûts relatifs aux services fournis au cours de l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, en fonction du type de plan de pension, avec une explication des plans de pension applicables ; (d) les autres composantes de la rémunération, telles que les coûts ou la valeur d'assurances et d'autres avantages en nature avec explication des caractéristiques des principales composantes. En cas de modification importante de cette rémunération par rapport à l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, elle doit être particulièrement mise en évidence ;

- b. s'ils perçoivent des rémunérations variables, la société doit indiquer les critères pour l'évaluation des prestations au regard des objectifs. Elle doit préciser la période d'évaluation et décrire les méthodes appliquées pour vérifier s'il a été satisfait à ces critères³⁹. Ces rémunérations peuvent être liées aux prestations de la société, d'une société qui fait partie de son périmètre de consolidation, d'une unité d'exploitation ou encore aux prestations de l'intéressé. Ces informations doivent toutefois être indiquées de manière à ce qu'elles ne fournissent aucune donnée confidentielle sur la stratégie de la société⁴⁰ ;

³⁷ Art. 3:6, § 3, 4°, du CSA.

³⁸ Il convient d'indiquer individuellement le statut de chacun des dirigeants (employé, contrat de gestion, ...), étant entendu qu'il faut exclure de cette enveloppe globale les cotisations patronales éventuellement payées par la société (Exposé des motifs, Doc. Ch. sess. extr., 52, 2336/001, p. 13).

³⁹ « Le but de cette disposition est de fournir de la transparence quant à la question de savoir si les primes de prestation ont un délai court ou long, afin que les actionnaires puissent savoir avec quelle perspective de temps l'entreprise est gérée » (Exposé des motifs, Doc. Ch. sess. extr., 52, 2336/001, p. 12).

⁴⁰ Art. 3:6, § 3, 5°, du CSA.

- c. des informations individuelles sur les plans de stock options et les détails de leur exercice⁴¹, sur les indemnités de départ⁴², leur base de calcul⁴³ et les dispositions de récupération des rémunérations variables versées sur base d'informations financières erronées⁴⁴. En cas de départ d'un dirigeant, le conseil d'administration doit décider, sur proposition du comité de rémunération, si ce dirigeant est susceptible de recevoir une indemnité de départ. Cette décision, sa justification et la base de calcul utilisée doivent également, le cas échéant, être incluses dans le rapport de rémunération⁴⁵.

17. La Directive marque à cet égard une rupture importante par rapport à l'approche suivie jusqu'à présent par le CSA. L'article 9ter de la Directive dispose en effet que les États membres sont tenus de veiller à ce que toute société cotée établisse « *un rapport sur la rémunération clair et compréhensible, fournissant une vue d'ensemble complète de la rémunération, y compris tous les avantages, quelle que soit leur forme, octroyés ou dus au cours de l'exercice le plus récent à chaque administrateur, dont les dirigeants nouvellement recrutés et les anciens dirigeants, conformément à la politique de rémunération visée à l'article 9 bis* ». La Directive va donc beaucoup plus loin que ce que ne faisait autrefois la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier, puisqu'elle impose aux sociétés cotées la publication des rémunérations individuelles de tous les membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance, du directeur général et du directeur général adjoint (lorsque ceux-ci ne sont pas membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance), et toutes les personnes « *qui exercent des fonctions similaires à celles exercées dans les cas visés* » ci-avant⁴⁶, que celles-ci soient administrateurs ou qu'elles ne le soient pas.

18. La Directive précise, en ses articles 9ter, §§ 1^{er} à 3, les informations minimales que doit contenir le rapport sur la rémunération, ceci « *pour garantir la transparence des sociétés et responsabiliser les dirigeants* »⁴⁷ et « *permettre aux actionnaires, aux investisseurs potentiels et aux parties prenantes d'avoir une image fiable et complète de la rémunération de chaque dirigeant* »⁴⁸. La Directive considère à cet égard que la communication des rémunérations individuelles des dirigeants et la publication du rapport sur la rémunération créent « *une condition préalable nécessaire pour l'exercice des droits des actionnaires et l'engagement des actionnaires en ce qui concerne*

⁴¹ La société doit publier « *le nombre et les caractéristiques clés des actions, des options sur actions ou de tous autres droits d'acquérir des actions accordés, exercés ou venus à échéance au cours de l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion* » (Art. 3:6, § 3, 8°, du CSA).

⁴² Art. 3:6, § 3, 8°, du CSA.

⁴³ Art. 3:6, § 3, 10°, du CSA.

⁴⁴ Art. 3:6, § 3, 11°, du CSA.

⁴⁵ Art. 3:6, § 3, 10°, du CSA.

⁴⁶ Art. 2, i), de la Directive.

⁴⁷ 31^{ème} Considérant de la Directive.

⁴⁸ 34^{ème} Considérant de la Directive.

la rémunération. La communication de ces informations aux actionnaires est notamment nécessaire pour leur permettre d'évaluer la rémunération des dirigeants et d'exprimer leur point de vue sur les modalités et le niveau de rémunération des dirigeants, ainsi que sur le lien entre la rémunération et les performances individuelles des dirigeants, afin de remédier aux situations éventuelles dans lesquelles le montant de la rémunération d'un dirigeant n'est pas justifié au vu de ses performances individuelles et des performances de la société. La publication du rapport sur la rémunération est nécessaire pour permettre non seulement aux actionnaires, mais aussi aux investisseurs potentiels et aux parties prenantes, d'évaluer la rémunération des dirigeants, la mesure dans laquelle cette rémunération est liée aux performances de la société et la manière dont la société met en œuvre, dans la pratique, sa politique de rémunération. La communication et la publication de rapports anonymisés sur la rémunération ne permettraient pas d'atteindre ces objectifs »⁴⁹.

19. Il ne fait guère de doute que l'article 3:6, §3, alinéa 2, du CSA devra être profondément remanié pour intégrer ces dispositions, et prévoir que le rapport sur la rémunération doit fournir de manière « claire et compréhensible (...) une vue d'ensemble complète des rémunérations individuelles des dirigeants au cours de l'exercice le plus récent »⁵⁰, à savoir « les différentes composantes de la rémunération fixe et variable, y compris tous les bonus et autres avantages, quelle que soit leur forme, qui peuvent être accordés aux dirigeants et en préciser l'importance respective »⁵¹. L'article 3:6, §3, alinéa 2, du CSA devra ainsi intégrer les dispositions de l'article 9ter, §1^{er} de la Directive, lequel dispose que le rapport sur la rémunération doit comprendre au minimum des informations suivantes⁵² relatives à tous les membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance, du directeur général et du directeur général adjoint (lorsque ceux-ci ne sont pas membres d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance), et toutes les personnes « qui exercent des fonctions similaires à celles exercées dans les cas visés » ci-avant⁵³ :

- la rémunération totale ventilée⁵⁴ par composante⁵⁵, la proportion relative correspondante de la rémunération fixe et variable, une explication de la manière

⁴⁹ 33^{ème} Considérant de la Directive.

⁵⁰ 31^{ème} Considérant de la Directive.

⁵¹ 6^{ème} Considérant de la Directive.

⁵² La Commission européenne doit adopter des lignes directrices relatives à la présentation standardisée du rapport sur les rémunérations (Art. 9ter, §6, de la Directive). « Les pratiques existantes des États membres en ce qui concerne la présentation des informations incluses dans le rapport sur la rémunération diffèrent beaucoup entre elles, ce qui conduit à un niveau inégal de transparence et de protection des actionnaires et des investisseurs. Il résulte de ces pratiques divergentes que les actionnaires et les investisseurs sont, notamment en cas d'investissements transfrontaliers, exposés à des difficultés et à des frais lorsqu'ils veulent comprendre et surveiller la mise en œuvre de la politique de rémunération et s'engager à l'égard de la société sur ce sujet précis. La Commission devrait consulter les États membres, comme il convient, avant d'adopter ses lignes directrices » (49^{ème} Considérant de la Directive).

⁵³ Art. 2, i), de la Directive.

⁵⁴ « Il est particulièrement important que chaque élément et le montant total de la rémunération soient divulgués » (34^{ème} Considérant de la Directive).

⁵⁵ « En vue de fournir une vue d'ensemble complète de la rémunération des dirigeants, le rapport sur la rémunération devrait également divulguer, le cas échéant, le montant de la rémunération accordée sur la base de la situation

dont la rémunération totale respecte la politique de rémunération, y compris la manière dont elle contribue aux performances à long terme de la société, et des informations sur la manière dont les critères de performance ont été appliqués ;

- l'évolution annuelle de la rémunération, des performances de la société et de la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les dirigeants au cours des cinq exercices⁵⁶ les plus récents au moins, présentés ensemble et d'une manière qui permette la comparaison ;
- toute rémunération versée par une entreprise appartenant au même groupe⁵⁷, au sens de l'article 2, point 11), de la directive 2013/34/UE⁵⁸ ;
- le nombre d'actions et le nombre d'options sur actions octroyées ou proposées, ainsi que les principales conditions d'exercice des droits, y compris le prix et la date d'exercice et toute modification de ces conditions ;
- des informations sur l'utilisation de la possibilité de demander la restitution d'une rémunération variable ;
- des informations sur tout écart par rapport à la procédure de mise en œuvre de la politique de rémunération, et sur toute dérogation à cette politique de

familiale de chaque dirigeant. Par conséquent, le rapport sur la rémunération devrait également couvrir, le cas échéant, les composantes de la rémunération telles que des allocations familiales ou des indemnités pour enfant à charge. Toutefois, étant donné que les données à caractère personnel se rapportant à la situation familiale de chaque dirigeant ou des catégories particulières de données à caractère personnel au sens du règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil sont particulièrement sensibles et requièrent une protection particulière, il convient que le rapport ne divulgue que le montant de la rémunération et non le motif pour lequel il a été octroyé » (36^{ème} Considérant de la Directive).

⁵⁶ « Il est essentiel d'évaluer la rémunération et les performances des dirigeants non seulement sur une base annuelle, mais également sur une période appropriée afin de permettre aux actionnaires, aux investisseurs potentiels et aux parties prenantes d'évaluer correctement si la rémunération récompense des performances à long terme et de mesurer l'évolution des performances et de la rémunération des dirigeants à moyen et à long terme, en particulier eu égard aux performances de la société. Dans de nombreux cas, il n'est possible d'évaluer si la rémunération octroyée était conforme aux intérêts à long terme de la société que plusieurs années plus tard. L'octroi d'incitations à long terme, en particulier, peut couvrir des périodes pouvant atteindre sept à dix ans et peut être combiné à des périodes de report de plusieurs années » (38^{ème} Considérant de la Directive).

⁵⁷ « Si la rémunération octroyée ou due à chaque dirigeant par des entreprises appartenant au même groupe que la société n'était pas mentionnée dans le rapport sur la rémunération, il y aurait un risque que les sociétés tentent de contourner les exigences posées par la présente directive en octroyant aux dirigeants une rémunération cachée par l'intermédiaire d'une entreprise contrôlée. Dans ce cas, les actionnaires ne disposeraient pas d'une image fiable et complète de la rémunération octroyée aux dirigeants par la société et les objectifs poursuivis par la présente directive ne seraient pas atteints » (35^{ème} Considérant de la Directive).

⁵⁸ Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil (JO L 182 du 29.6.2013, p. 19).

rémunération, y compris l'explication de la nature des circonstances exceptionnelles et l'indication des éléments spécifiques auxquels il est dérogé.

20. L'article 9ter, §3 de la Directive précise que les sociétés sont tenues de traiter les données à caractère personnel de leurs dirigeants contenues dans le rapport sur la rémunération « *aux fins du renforcement de la transparence de la société en ce qui concerne la rémunération des dirigeants, en vue de renforcer la responsabilité des dirigeants et le droit de regard des actionnaires sur la rémunération des dirigeants* ». Étant toutefois entendu que les sociétés cotées ne doivent pas inclure, dans le rapport sur la rémunération, des catégories particulières de données à caractère personnel des dirigeants à titre individuel au sens de l'article 9, paragraphe 1, du règlement (UE) 2016/679⁵⁹ ou des données à caractère personnel qui se rapportent à la situation familiale des dirigeants à titre individuel⁶⁰.

2.4. Vote des actionnaires ex post

21. Le rapport de rémunération subit, en vertu du CSA, un triple contrôle. Il est tout d'abord soumis par le conseil d'administration au conseil d'entreprise (ou à défaut aux représentants des travailleurs au comité pour la prévention et la protection au travail ou, s'il n'y en a pas, à la délégation syndicale), afin que ledit conseil d'entreprise puisse, le cas échéant, émettre un avis à son sujet⁶¹. Le rapport de rémunération est ensuite revu et contrôlé par le commissaire, le rapport de rémunération faisant partie intégrante du rapport de gestion. A ce titre, le commissaire est tenu de vérifier la concordance des informations contenues dans le rapport de rémunération avec les comptes annuels et consolidés⁶².

22. Le rapport de rémunération est enfin soumis pour approbation à l'assemblée générale, par un vote séparé, conformément à l'article 7:149, alinéa 3, du CSA. Cette approbation revient à confirmer « *le cadre dans lequel le conseil d'administration exerce ses compétences en matière de rémunération* »⁶³. Les travaux préparatoires de la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier précisent en outre que « *le rejet éventuel du rapport de rémunération ne porte pas préjudice aux dispositions contractuelles existantes mais requiert du conseil d'administration l'adaptation de sa politique de rémunération. Il s'agit également d'un signal adressé au conseil d'administration pour qu'il adapte en concertation les accords contractuels existants. L'on*

⁵⁹ Règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil du 27 avril 2016 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, et abrogeant la directive 95/46/CE (règlement général sur la protection des données) (JO L 119 du 4.5.2016, p. 1).

⁶⁰ Art. 9ter, §2 de la Directive.

⁶¹ Art. 7:100, §6, alinéa 3, du CSA.

⁶² Art. 3:75, al. 1, 6° et 3:80, al 1, 5°, du CSA.

⁶³ Exposé des motifs, Doc. Ch. sess. extr., 52, 2336/001, p. 18.

souignera ici que le refus d'approbation du rapport de rémunération n'a pas d'impact sur l'approbation des comptes annuels ou la validité de la décharge »⁶⁴.

23. Comme le fait le CSA, l'article 9ter, §4, de la Directive requiert que, « pour faire en sorte que la politique de rémunération soit mise en œuvre conformément à cette politique »⁶⁵, l'assemblée générale puisse procéder à un « vote consultatif » sur le rapport sur la rémunération des exercices les plus récents, étant entendu que la société est tenue d'expliquer, « dans le rapport sur la rémunération suivant, la manière dont le vote de l'assemblée générale a été pris en compte ». La Directive autorise toutefois les États membres à permettre aux petites et moyennes entreprises⁶⁶ de substituer au vote consultatif prévu par l'article 9ter, §4, un simple débat lors de l'assemblée générale annuelle en tant que point séparé de l'ordre du jour, à charge pour la société d'expliquer, dans le rapport sur la rémunération suivant, la manière dont il a été tenu compte de la discussion à l'assemblée générale. L'avenir dira si le législateur belge fera le choix de cette mesure de simplification administrative pour les petites et moyennes entreprises, ce qui constituerait un « recul » par rapport à la réglementation actuellement en vigueur (article 7:149, alinéa 3, du CSA).

2.5. Publication du rapport sur la rémunération

24. « Afin de fournir aux actionnaires un accès aisé au rapport sur la rémunération et de permettre aux investisseurs potentiels et aux parties prenantes d'être informés de la rémunération des dirigeants »⁶⁷, la Directive impose enfin aux sociétés cotées, en son article 9ter, §5, de mettre après l'assemblée générale le rapport sur la rémunération gratuitement à la disposition du public sur leur site internet, pour une période de dix ans, même si elles peuvent décider de le garder à disposition pour une plus longue période, pour autant que les données à caractère personnel des dirigeants n'y figurent plus⁶⁸. Ceci « sans préjudice de la possibilité pour les États membres d'exiger que ce rapport soit également publié sous d'autres formes, par exemple dans le cadre de la déclaration sur le gouvernement d'entreprise ou du rapport de gestion »⁶⁹. Le contrôleur légal des comptes est à cet égard chargé de vérifier que les informations requises par la Directive ont été correctement communiquées au public. De même, les dirigeants de

⁶⁴ Exposé des motifs, Doc. Ch. sess. extr., 52, 2336/001, p. 18.

⁶⁵ 31^{ème} Considérant de la Directive.

⁶⁶ Art. 3, paragraphes 2 et 3, de la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.

⁶⁷ 32^{ème} Considérant de la Directive.

⁶⁸ L'article 9ter, §3, de la Directive précise que « Sans préjudice de toute période plus longue fixée par un acte législatif sectoriel de l'Union, les États membres veillent à ce que les sociétés ne mettent plus à la disposition du public, en vertu du paragraphe 5 du présent article, les données à caractère personnel des dirigeants contenues dans le rapport sur la rémunération conformément au présent article, après dix ans à compter de la publication du rapport sur la rémunération ».

⁶⁹ 32^{ème} Considérant de la Directive.

la société, agissant dans le cadre des compétences qui leur sont conférées par le droit national, ont responsabilité collective de veiller à ce que le rapport sur la rémunération soit établi et publié conformément aux exigences de la Directive.

25. Sur ces différentes questions, le CSA ne devrait pas connaître de modification majeure. En effet, outre les modalités de publication du rapport de gestion actuellement prévues par le CSA (voy. notamment les articles 3:10 et 3:12 du CSA), l'article 41, § 1er, alinéa 2 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé précise déjà que le site web de toute société cotée doit reprendre les rapports de gestion « *que l'émetteur a publiés au cours des dix dernières années* ». Quant au contrôle exercé par le commissaire de la société, comme il a été indiqué ci-dessus (voy. n°23), ce dernier est déjà tenu de vérifier la concordance des informations contenues dans le rapport de rémunération avec les comptes annuels et consolidés, conformément aux articles 3:75, al. 1, 6° et 3:80, al. 1, 5°, du CSA. Enfin, les dirigeants de toute société cotée ont « *la responsabilité collective de veiller à ce que le rapport sur la rémunération soit établi et publié conformément aux exigences (du CSA)* »⁷⁰.

3. Transparence et contrôle des transactions avec des parties liées

26. L'article 9quater de la Directive encadre aussi les transactions avec une « partie liée », qu'elle soumet à des mesures de transparence spécifiques et au contrôle des actionnaires. La Directive considère en effet que ces transactions peuvent porter préjudice aux sociétés et à leurs actionnaires étant donné « *qu'elles peuvent donner à la partie liée l'occasion de s'approprier une partie de la valeur d'une société. C'est pourquoi il est important de mettre en place des garde-fous pour protéger les intérêts des sociétés et des actionnaires* »⁷¹.

3.1. La notion de « partie liée »

27. Cette matière est régie, en droit belge, par les articles 7:97 (pour les sociétés cotées ayant adopté une structure d'administration moniste) et 7:116/7:117 (pour les sociétés cotées ayant adopté le modèle d'administration duale) relatifs aux conflits d'intérêts, lesquels considèrent que « *toute décision ou opération en exécution d'une décision relevant du conseil d'administration d'une société cotée et concernant une personne physique ou une personne morale liée à cette société, mais qui n'est pas une filiale de celle-ci* »⁷², doit faire l'objet d'une procédure spéciale, laquelle sera plus amplement décrite ci-après. La notion de « partie liée » est définie par l'article 1:20 du CSA, qui définit les « *sociétés liées à une société* » comme étant a) les sociétés qu'elle contrôle ; b) les sociétés qui la contrôlent ; c) les sociétés avec lesquelles elle forme un consortium ; et d) les autres sociétés qui, à la connaissance de son organe d'administration, sont contrôlées par les sociétés visées sub a), b) et c). L'article 1:20 du CSA définit également les « *personnes liées à une personne* », à savoir les personnes

⁷⁰ Art. 9ter, §5, alinéa 2, de la Directive.

⁷¹ 42^{ème} Considérant de la Directive.

⁷² Art. 7:97, §1^{er}, alinéa 1^{er}, du CSA.

physiques et morales lorsqu'il y a entre elles et cette personne un lien au sens de ce qui précède.

28. La Directive définit pour sa part la notion de « partie liée » par référence aux normes comptables internationales adoptées conformément au règlement (CE) n°1606/2002 du Parlement européen et du Conseil⁷³, qui est une notion plus large que celle visée par le CSA puisqu'elle désigne notamment toute personne qui exerce une influence notable sur la société ou qui fait partie des principaux dirigeants de la société, tout société qui est une entreprise associée ou coentreprise, ou les membres de la famille proche d'une personne⁷⁴. Le CSA devra donc élargir la notion de « partie liée » visée à l'article 1:20 ou, plus vraisemblablement, élargir le champ d'application de ses dispositions applicables en matière de transactions avec des parties liées aux « parties liées » visées par l'article 9quater de la Directive.

3.2. La notion de « transaction importante » ou de transaction exemptée

29. L'article 9quater, §1^{er}, de la Directive invite les États membres à définir les transactions qui, à leurs yeux, peuvent être qualifiées d'« importantes », tenant compte (i) de l'influence que les informations relatives à la transaction peuvent avoir sur les décisions économiques des actionnaires de la société, et (ii) des risques que la transaction crée pour la société et ses actionnaires qui ne sont pas des parties liées, y compris les actionnaires minoritaires. Les États membres doivent fixer un ou plusieurs ratios quantitatifs basés sur l'impact de la transaction sur la situation financière, les recettes, les actifs, la capitalisation, y compris les fonds propres, ou le chiffre d'affaires de la société, ou prendre en considération la nature de la transaction et la position de la partie liée⁷⁵. Il est à cet égard difficile d'anticiper les choix qui seront ceux du législateur belge en transposant la Directive, mais on peut relever que, dans l'état actuel du droit belge, ne sont pas considérées comme « importantes », et ne sont donc pas soumises à la procédure applicable en matière de conflits d'intérêts, « les décisions et les opérations représentant plus d'1 % de l'actif net de la société cotée, tel qu'il résulte des comptes consolidés ». Cette exemption devrait pouvoir être maintenue telle quelle dans le CSA⁷⁶.

30. Comme cela a été indiqué précédemment (voy. n°50), le législateur belge a fait le choix de considérer comme « importantes », et donc soumises à la procédure applicable en

⁷³ Règlement (CE) n°1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales (JO L 243 du 11.9.2002, p. 1)

⁷⁴ IAS 24 - « Information relative aux parties liées ».

⁷⁵ Les États membres peuvent adopter des définitions de la notion d'importance pour l'application du paragraphe 4 de l'article 9quater qui sont différentes de celles adoptées pour l'application des paragraphes 2 et 3 de l'article 9quater, et peuvent différencier les définitions en fonction de la taille de la société.

⁷⁶ « Les États membres veillent à ce que les transactions avec la même partie liée qui ont été conclues au cours d'une période quelconque de douze mois ou au cours du même exercice et qui n'ont pas été soumises aux obligations énumérées au paragraphe 2, 3 ou 4 soient agrégées aux fins de ces paragraphes » (Art. 9quater, §8, de la Directive).

matière de conflits d'intérêts, « toute décision ou opération en exécution d'une décision relevant du conseil d'administration d'une société cotée et concernant une personne physique ou une personne morale liée à cette société, mais qui n'est pas une filiale de celle-ci »⁷⁷. Il a donc été choisi de considérer que pouvaient être considérées comme « importantes » des « décisions ou des opérations » (et non des « transactions ») qui sont faites « en exécution d'une décision relevant du conseil d'administration », et non de l'assemblée générale ou d'un autre organe. On relèvera toutefois que l'article 7:97, §2, considère également comme des « transactions importantes » certains actes du conseil d'administration préparatoires à des décisions de l'assemblée générale, à savoir (i) une proposition d'apport en nature, y compris un apport d'universalité ou de branche d'activité, par une personne physique ou une personne morale liée à cette société cotée ; ou un projet de fusion, de scission, d'opération assimilée au sens de l'article 12:7 avec, ou l'apport d'une universalité à, une société liée à cette société cotée.

31. Cette approche poursuivie par le législateur belge devrait pouvoir être maintenue dans le cadre de la transposition en droit belge de la Directive, l'article 9quater, §6, b), de la Directive autorisant les États membres à ne pas soumettre aux règles applicables en matière de transaction avec des parties liées « les types de transactions clairement définis pour lesquels le droit national requiert l'approbation de l'assemblée générale, à condition qu'un traitement équitable de tous les actionnaires et les intérêts de la société et des actionnaires qui ne sont pas des parties liées, y compris des actionnaires minoritaires, soient spécifiquement pris en compte et adéquatement protégés par ces dispositions légales », ce qui semble être le cas des différentes dispositions de droit belge régissant les « décisions ou des opérations faites en exécution d'une décision relevant de l'assemblée générale ». Le CSA pourrait par ailleurs, sur base de l'article 9quater, §6, e), de la Directive, exempter d'autres décisions relevant de la compétence du conseil d'administration si elles concernent « des transactions proposées aux mêmes conditions à tous les actionnaires, lorsque l'égalité de traitement de tous les actionnaires et la protection des intérêts de la société sont assurées ». On songe par exemple aux acquisitions d'actions propres ou aux augmentations de capital dans le cadre du capital autorisé sans limitation ou suppression du droit de préférence.

32. La Directive dispose également, en son article 9quater, §5, que les États membres peuvent prévoir que les règles relatives aux transactions avec des parties liées ne s'appliquent pas aux transactions effectuées dans le cadre de l'activité ordinaire de la société et conclues aux conditions normales du marché. Cette disposition fait écho à l'article 7:97, §1^{er}, alinéa 4, du CSA, selon lequel la procédure applicable en matière de conflits d'intérêts n'est pas applicable « aux décisions et aux opérations habituelles pour la société cotée ou ses filiales, intervenant dans des conditions et sous les garanties normales du marché pour des opérations de même nature ». La Directive dispose toutefois que, pour de telles transactions, l'organe d'administration ou de surveillance de la société établit une procédure interne permettant d'évaluer régulièrement si ces conditions sont remplies, étant entendu que les parties liées ne peuvent participer à cette évaluation. Cette réserve devra figurer à l'article 7:97, §1^{er}, du CSA.

⁷⁷ Art. 7:97, §1^{er}, alinéa 1^{er}, du CSA.

33. L'article 9quater, §6, de la Directive autorise enfin les États membres à ne pas soumettre aux règles applicables en matière de transaction avec des parties liées :

- les transactions conclues entre la société et ses filiales, si (i) elles sont détenues en totalité ; (ii) aucune autre partie liée de la société ne possède d'intérêt dans la filiale ; ou (iii) que le droit national prévoit une protection adéquate des intérêts de la société, de la filiale et leurs actionnaires qui ne sont pas des parties liées, y compris des actionnaires minoritaires, dans le cadre de telles transactions. Dans l'état actuel du CSA, l'article 7:97, §1^{er} exempte de la procédure en conflits d'intérêts :
 - les décisions ou opérations qui concernent une ou plusieurs filiales de la société cotée dans lesquelles la personne physique ou morale qui détient le contrôle direct ou indirect de la société cotée, détient directement ou indirectement, au travers d'autres personnes physiques ou morales que la société cotée, une participation représentant au moins 25 % du capital de la filiale concernée ou lui donnant droit, en cas de distribution de bénéfices par cette filiale, à au moins 25 % de ces bénéfices ;
 - les décisions ou opérations qui concernent une ou plusieurs filiales belges non cotées de la société cotée qui concernent leurs relations avec une société à laquelle elles sont liées et qui n'est ni ladite société cotée ni une de ses filiales non visées ci-avant. A cet égard, la Directive s'appliquant aussi bien aux transactions effectuées par la société cotée que ses filiales, il ne sera plus possible de limiter l'application de cette règle aux seules filiales belges.
- les transactions concernant la rémunération des dirigeants, ou certains éléments de la rémunération des dirigeants, octroyée ou due, conformément à l'article 9 bis. Cette exemption ne figure pas, pour l'heure, dans le CSA, mais elle pourrait aisément être introduite dans ce dernier vu les garanties offertes par ailleurs par le CSA en matière de rémunération des dirigeants (voy. notamment n°9 et suivants) ;
- les transactions conclues par des établissements de crédit sur la base de mesures visant à préserver leur stabilité, adoptées par l'autorité compétente en charge de la surveillance prudentielle au sens du droit de l'Union. Cette exemption ne figure pas non plus, pour l'heure, dans le CSA mais elle pourrait également être introduite.

3.3. L'évaluation de la transaction par un comité indépendant

34. En vertu de l'article 7:97, §3, du CSA, le conseil d'administration doit soumettre toute décision ou opération avec une partie liée à l'appréciation préalable d'un comité composé de trois administrateurs indépendants, qui doit se faire assister par un ou plusieurs experts indépendants de son choix. Ce comité doit rendre au conseil « *un avis écrit circonstancié et motivé sur la décision ou l'opération envisagée qui traite au moins des éléments suivants* :

- *la nature de la décision ou de l'opération,*
- *une description et une estimation des conséquences patrimoniales,*
- *une description des éventuelles autres conséquences,*
- *les avantages et inconvénients qui en découlent pour la société, le cas échéant, à terme.*

Le comité place la décision ou l'opération proposée dans le contexte de la stratégie de la société et indique si elle porte préjudice à la société, si elle est compensée par d'autres éléments de cette stratégie, ou est manifestement abusive ». Les remarques de l'expert doivent être intégrées dans l'avis du comité ou y être ajoutées en annexe.

35. Ce régime pourrait rester largement inchangé suivant la transposition en droit belge de la Directive, l'article 9quater, §3, prévoyant la possibilité pour les États membres d'imposer l'établissement d'un rapport émis par un tiers indépendant, l'organe d'administration ou de surveillance de la société, ou le comité d'audit ou tout comité majoritairement composé de dirigeants indépendants. L'article 9quater, §3, de la Directive apporte toutefois certaines précisions dont ne dispose pas l'article 7:97, §3, du CSA, et qui devraient être clarifiées :

- *que le rapport du comité indépendant doit « évaluer si la transaction est équitable et raisonnable du point de vue de la société et des actionnaires qui ne sont pas des parties liées, y compris les actionnaires minoritaires, et (...) expliquer les hypothèses sur lesquelles il se fonde, ainsi que les méthodes employées » ;*
- *que « les parties liées ne peuvent pas participer à la préparation du rapport », ce que ne précise pas expressément l'article 7:97, §3, du CSA dans sa version actuelle.*

3.4. L'approbation de la transaction par le conseil d'administration

36. Après avoir pris connaissance de l'avis du comité indépendant visé au point 57, l'article 7:97, §4, du CSA requiert que le conseil d'administration délibère sur la décision ou l'opération envisagée. Il doit ensuite confirmer dans le procès-verbal de la réunion que la procédure décrite ci-dessus a été respectée, et le cas échéant la raison pour laquelle il déroge à l'avis du comité. Enfin, le commissaire doit évaluer si les données financières et comptables figurant dans le procès-verbal de l'organe d'administration et dans l'avis du comité ne contiennent pas d'incohérences significatives par rapport à l'information dont il dispose dans le cadre de sa mission. Cette appréciation doit être jointe au procès-verbal du conseil d'administration.

37. Cette procédure est conforme à la Directive, qui requiert en son article 9quater, §4, que les transactions importantes avec des parties liées soient approuvées par l'organe

d'administration ou de surveillance de la société ou par l'assemblée générale⁷⁸. Il précise toutefois que cette approbation doit intervenir « conformément aux procédures qui empêchent la partie liée de tirer parti de sa position et fournir une protection adéquate des intérêts de la société et des actionnaires qui ne sont pas des parties liées, y compris des actionnaires minoritaires », ce que ne précise pas l'article 7:97, §4, du CSA. Il faudrait donc que cet article soit modifié pour prévoir, par exemple, comme le faisait autrefois l'article 523. § 1^{er}, alinéa 4, du Code des sociétés pour les sociétés ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, que l'administrateur en conflit « ne peut assister aux délibérations du conseil d'administration relatives à ces opérations ou à ces décisions, ni prendre part au vote ».

3.5. La publication de la transaction

38. La décision du comité indépendant, l'intégralité de la partie pertinente du procès-verbal du conseil d'administration et l'appréciation du commissaire doivent être intégralement mentionnés dans le rapport de gestion, conformément à l'article 7:97, §4, *in fine*, du CSA. Ce faisant, le CSA devra être profondément réformé puisque l'article 9quater, §7, de la Directive prescrit quant à lui que les sociétés sont tenues d'annoncer publiquement les transactions importantes avec des parties liées au plus tard au moment de la conclusion de la transaction. L'annonce contient au minimum des informations sur la nature de la relation avec la partie liée, le nom de la partie liée, la date et la valeur de la transaction et toute autre information nécessaire pour évaluer si la transaction est juste et raisonnable du point de vue de la société et des actionnaires qui ne sont pas des parties liées, y compris les actionnaires minoritaires. « La publication de telles transactions, par exemple sur le site internet d'une société ou par d'autres moyens facilement accessibles, est nécessaire pour permettre aux actionnaires, aux créanciers, aux salariés et aux autres parties intéressées de connaître les effets potentiels que de telles transactions peuvent avoir sur la valeur de la société. Une identification précise de la partie liée est nécessaire afin de mieux évaluer les risques qu'implique la transaction et de permettre de la contester, notamment par une action en justice »⁷⁹. L'article 9quater, §9, précise quant à lui que cette obligation de publication s'entend sans préjudice des règles régissant la publication d'informations privilégiées visées à l'article 17 du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil⁸⁰.

⁷⁸ L'article 9quater, §4, de la Directive précise que les États membres peuvent prévoir que les actionnaires, lors de l'assemblée générale, ont le droit de voter sur des transactions importantes avec des parties liées qui ont été approuvées par l'organe d'administration ou de surveillance de la société, étant entendu que lorsque la transaction avec des parties liées implique un dirigeant ou un actionnaire, ledit dirigeant ou actionnaire ne peut participer ni à l'approbation, ni au vote. Les États membres peuvent néanmoins autoriser l'actionnaire qui est une partie liée à prendre part au vote sous réserve que le droit national offre des garanties appropriées qui s'appliquent avant ou tout au long de la procédure de vote pour protéger les intérêts de la société et des actionnaires qui ne sont pas des parties liées, y compris des actionnaires minoritaires (telles que, par exemple, un seuil de majorité plus élevé pour l'approbation des transactions, selon le 43^{ème} Considérant de la Directive), en empêchant la partie liée d'approuver la transaction malgré l'avis opposé de la majorité des actionnaires qui ne sont pas des parties liées ou malgré l'avis opposé de la majorité des dirigeants indépendants.

⁷⁹ 44^{ème} Considérant de la Directive.

⁸⁰ 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 abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement

4. Identification des actionnaires

39. Le CSA ne contient pratiquement aucune disposition relative à l'identification, par une société cotée, de ses actionnaires⁸¹. Seule la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses (la « **Loi du 2 mai 2007** »), à laquelle le CSA fait occasionnellement référence⁸², veille à assurer la transparence de l'actionnariat des sociétés cotées, en imposant aux personnes qui détiennent une participation dans une société cotée de faire part, dans certaines circonstances, de cette participation à la société concernée et à la FSMA. Ce faisant, cette réglementation entend « *donner une vue précise des rapports en termes de pouvoir votal au sein de ces sociétés et éviter que des mutations significatives dans l'actionnariat (et donc éventuellement dans le contrôle) de celles-ci ne s'opèrent en dehors de toute clarté. En poursuivant les objectifs de transparence du marché et d'information du public des investisseurs, cette réglementation vise également à favoriser le fonctionnement efficace et correct des marchés financiers* »⁸³.

40. La Directive, en ses articles 3bis à 3sexies, va cependant beaucoup plus loin, et nécessitera vraisemblablement une réforme importante de la Loi du 2 mai 2007, puisqu'elle entend garantir aux sociétés cotées la possibilité d'identifier leurs actionnaires et d'obtenir des informations sur l'identité de ceux-ci auprès de « *tout intermédiaire dans la chaîne d'intermédiaires qui détient ces informations* »⁸⁴, ceci afin de permettre aux sociétés cotées de communiquer directement avec ses actionnaires. La Directive part en effet du constat que les actions des sociétés cotées sont souvent détenues au travers de chaînes d'intermédiaires particulièrement complexes. Or, l'identification des actionnaires est « *une condition préalable à une communication directe entre les actionnaires et la société et, partant, est essentielle pour faciliter l'exercice des droits des actionnaires et leur engagement* »⁸⁵.

41. Les intermédiaires au travers desquels les actions des sociétés cotées sont détenues, qu'ils soient entreprises d'investissement, établissements de crédit ou dépositaires centraux de titres⁸⁶, qu'ils possèdent ou non⁸⁷ leur siège social ou leur administration centrale au

européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission (JO L 173 du 12.6.2014, p. 1).

⁸¹ Voy. les articles 3:6, §2, 4°, 7:83, 7:84 et 7:131 du CSA.

⁸² Art. 3:6, §2, 4°, 7:83 et 7:131, du CSA.

⁸³ FSMA, Guide pratique FSMA_2011_08 du 10 novembre 2011, p. 3.

⁸⁴ Art. 3bis, §3, de la Directive.

⁸⁵ 4^{ème} Considérant de la Directive.

⁸⁶ Art. 2, d), de la Directive.

⁸⁷ En vertu du 12^{ème} Considérant de la Directive, « *les activités exercées par les intermédiaires de pays tiers pourraient avoir des effets sur la pérennité à long terme des sociétés de l'Union et sur la gouvernance d'entreprise dans l'Union. En outre, afin d'atteindre les objectifs poursuivis par la présente directive, il est nécessaire de veiller à*

sein de l'Union européenne, dès lors qu'ils fournissent des services aux actionnaires de sociétés cotées qui ont leur siège social au sein de l'Union européenne et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre⁸⁸, doivent dès lors communiquer à la société « sans retard »⁸⁹ l'ensemble des informations leur permettant d'établir l'identité d'un actionnaire, et au minimum les informations suivantes⁹⁰ :

- le nom des actionnaires et leurs coordonnées (y compris l'adresse complète et, le cas échéant, l'adresse électronique) et, lorsqu'il s'agit de personnes morales, leur numéro de registre ou, à défaut d'un tel numéro, leur identifiant unique, tel que l'identifiant d'entité juridique ;
- le nombre d'actions détenues par l'actionnaire ; et
- uniquement dans la mesure où elles sont exigées par la société, les catégories ou classes des actions détenues ou la date depuis laquelle les actions sont détenues⁹¹.

ce que les informations soient transmises tout au long de la chaîne d'intermédiaires. Si les intermédiaires de pays tiers n'étaient pas soumis à la présente directive et n'avaient pas les mêmes obligations en ce qui concerne la transmission d'informations que les intermédiaires de l'Union, le flux d'informations risquerait d'être interrompu. C'est pourquoi les intermédiaires de pays tiers qui fournissent des services en ce qui concerne les actions de sociétés qui ont leur siège social dans l'Union et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans l'Union devraient être soumis aux règles en matière d'identification des actionnaires, de transmission des informations, de facilitation de l'exercice des droits des actionnaires et de transparence et de non-discrimination des coûts en vue d'assurer l'application effective des dispositions relatives aux actions détenues par le biais de tels intermédiaires ».

⁸⁸ Art. 3sexies, de la Directive.

⁸⁹ Art. 3bis, §2, de la Directive.

⁹⁰ Art. 2, j), de la Directive. « La transmission de moins d'informations ne permettrait pas à la société d'identifier ses actionnaires afin de communiquer avec eux » (5^{ème} Considérant de la Directive). Voy. l'article 3 du Règlement quant au format des informations en question.

⁹¹ L'article 3quinquies de la Directive impose que les intermédiaires rendent publics les frais éventuels applicables pour les services prévus au titre de la présente, séparément pour chaque service. Ces frais doivent être non discriminatoires et proportionnés par rapport aux coûts réellement engagés pour fournir ces services. Toute différence de frais selon que les droits sont exercés au niveau national ou transfrontalier n'est permise que si elle est dûment motivée et qu'elle correspond à l'écart dans les coûts réellement engagés pour fournir ces services. Les États membres peuvent interdire aux intermédiaires de facturer ces frais. La Directive considère en effet que, « afin de promouvoir les investissements en actions dans toute l'Union et de faciliter l'exercice des droits qui y sont attachés, la présente directive devrait établir un degré élevé de transparence en ce qui concerne les frais, y compris les prix et les honoraires, liés aux services fournis par les intermédiaires. La discrimination pratiquée en ce qui concerne les frais facturés pour l'exercice des droits des actionnaires selon que ceux-ci sont exercés au niveau national ou transfrontalier a un effet dissuasif sur l'investissement transfrontalier et compromet le bon fonctionnement du marché intérieur, et ne devrait pas être permise. Toute différence dans les frais facturés selon que les droits sont exercés au niveau national ou transfrontalier ne devrait être permise que si elle est dûment motivée et si elle correspond à l'écart des coûts réellement engagés pour la fourniture de ces services par les intermédiaires » (11^{ème} Considérant).

42. Les actions des sociétés cotées sont toutefois généralement détenues au travers de chaînes d'intermédiaires. A cette fin, la Directive veille également à la bonne circulation de l'information entre les différents intermédiaires. Elle impose ainsi aux intermédiaires de communiquer « sans retard »⁹² à la société les coordonnées de l'intermédiaire suivant dans la chaîne d'intermédiaires, et de transmettre « sans retard »⁹³ la demande de la société ou du tiers désigné par celle-ci entre les intermédiaires afin de satisfaire « sans retard » la demande de la société. Enfin, elle impose aux intermédiaires de rectifier, à la demande des personnes morales, les informations incomplètes ou inexacts relatives à leur identité d'actionnaire⁹⁴.

43. La Directive considère toutefois que les États membres devraient avoir la possibilité « d'exclure de l'exigence d'identification les actionnaires qui ne détiennent qu'un nombre limité d'actions »⁹⁵. En conséquence, les États membres peuvent prévoir que les sociétés ne sont autorisées à exiger que l'identification des actionnaires détenant plus d'un certain pourcentage d'actions ou de droits de vote, ce pourcentage ne pouvant pas dépasser 0,5 %⁹⁶. Elle dispose par ailleurs en son article 3bis, §4, que, si les sociétés et les intermédiaires sont autorisés à conserver les données à caractère personnel des actionnaires aussi longtemps qu'ils demeurent ainsi⁹⁷, les sociétés et les intermédiaires ne peuvent pas stocker les données à caractère personnel des actionnaires qui leur sont transmises « pendant plus de douze mois après avoir eu connaissance⁹⁸ que la personne concernée n'est plus actionnaire »⁹⁹.

5. Facilitation de l'exercice de leurs droits par les actionnaires

44. L'exercice effectif des droits des actionnaires dépend en grande partie, selon le 8^{ème} Considérant de la Directive, de « l'efficacité de la chaîne d'intermédiaires qui tiennent les comptes de titres pour le compte des actionnaires ou d'autres personnes, en particulier dans un contexte

⁹² Art. 3bis, §3, de la Directive.

⁹³ Art. 3bis, §3, de la Directive.

⁹⁴ Art. 3bis, §5, de la Directive.

⁹⁵ 4^{ème} Considérant de la Directive.

⁹⁶ Art. 3bis, §1^{er}, de la Directive.

⁹⁷ 7^{ème} Considérant de la Directive.

⁹⁸ « [...] il arrive souvent que les sociétés et les intermédiaires ne sachent pas qu'une personne a cessé d'être actionnaire, à moins que cette personne ne les ait informés ou qu'ils aient obtenu cette information au moyen d'un nouvel exercice d'identification des actionnaires, qui n'a souvent lieu qu'une fois par an à l'occasion de l'assemblée générale annuelle ou d'autres événements importants comme des rachats ou des fusions. C'est pourquoi les sociétés et les intermédiaires [sont] autorisés à conserver les données à caractère personnel jusqu'à la date à laquelle ils apprennent qu'une personne a cessé d'être actionnaire et pour une période maximale de 12 mois après qu'ils en aient eu connaissance » (7^{ème} Considérant de la Directive).

⁹⁹ « Cela s'entend sans préjudice du fait que la société ou l'intermédiaire peuvent avoir besoin de conserver les données à caractère personnel de personnes qui ont cessé d'être actionnaires à d'autres fins, par exemple pour garantir la tenue de registres appropriés afin de suivre la succession en titre des actions d'une société, pour tenir les registres nécessaires aux assemblées générales, notamment en ce qui concerne la validité de ses résolutions, ou pour honorer les obligations de la société en matière de paiement des dividendes ou des intérêts liés aux actions ou de toute autre somme à verser aux anciens actionnaires » (7^{ème} Considérant de la Directive).

transfrontalier. Dans la chaîne d'intermédiaires, en particulier lorsqu'elle est formée de nombreux intermédiaires, les informations ne sont pas toujours transmises de la société à ses actionnaires et les votes des actionnaires ne sont pas toujours correctement transmis à la société. La [Directive] vise à améliorer la transmission de l'information tout au long de la chaîne d'intermédiaires afin de faciliter l'exercice des droits des actionnaires ».

45. A cette fin, la Directive encourage la communication directe des sociétés cotées envers leurs actionnaires, ceci en essayant d'améliorer la transmission d'informations entre les sociétés cotées et leurs actionnaires au travers de l'ensemble de la chaîne d'intermédiaires financiers¹⁰⁰. La Directive considère en effet que, « compte tenu de l'importance de leur rôle, les intermédiaires devraient être tenus de faciliter l'exercice des droits des actionnaires, que ceux-ci les exercent eux-mêmes ou qu'ils désignent un tiers à cet effet »¹⁰¹. Ce nouveau dispositif s'applique non seulement aux intermédiaires financiers européens, mais également aux intermédiaires financiers qui n'ont ni leur siège social ni leur administration centrale au sein de l'Union européenne, dès lors qu'ils fournissent des services aux actionnaires de sociétés cotées qui ont leur siège social au sein de l'Union européenne et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre¹⁰².

46. En conséquence, hormis lorsque les sociétés cotées communiquent directement à leurs actionnaires les informations nécessaires pour leur permettre d'exercer leurs droits, les intermédiaires, à savoir les entreprises d'investissement, les établissements de crédit et les dépositaires centraux de titres qui fournissent des services de garde d'actions, de gestion d'actions ou de tenue de comptes de titres au nom d'actionnaires ou d'autres personnes¹⁰³, sont tenus de transmettre, le cas échéant au travers de la chaîne d'intermédiaires :

¹⁰⁰ L'article 3quinquies de la Directive impose que les intermédiaires rendent publics les frais éventuels applicables pour les services prévus au titre de la présente, séparément pour chaque service. Ces frais doivent être non discriminatoires et proportionnés par rapport aux coûts réellement engagés pour fournir ces services. Toute différence de frais selon que les droits sont exercés au niveau national ou transfrontalier n'est permise que si elle est dûment motivée et qu'elle correspond à l'écart dans les coûts réellement engagés pour fournir ces services. Les États membres peuvent interdire aux intermédiaires de facturer ces frais. La Directive considère en effet que, « afin de promouvoir les investissements en actions dans toute l'Union et de faciliter l'exercice des droits qui y sont attachés, la présente directive devrait établir un degré élevé de transparence en ce qui concerne les frais, y compris les prix et les honoraires, liés aux services fournis par les intermédiaires. La discrimination pratiquée en ce qui concerne les frais facturés pour l'exercice des droits des actionnaires selon que ceux-ci sont exercés au niveau national ou transfrontalier a un effet dissuasif sur l'investissement transfrontalier et compromet le bon fonctionnement du marché intérieur, et ne devrait pas être permise. Toute différence dans les frais facturés selon que les droits sont exercés au niveau national ou transfrontalier ne devrait être permise que si elle est dûment motivée et si elle correspond à l'écart des coûts réellement engagés pour la fourniture de ces services par les intermédiaires » (11^{ème} Considérant).

¹⁰¹ 9^{ème} Considérant de la Directive.

¹⁰² Art. 3sexies, de la Directive.

¹⁰³ Art. 2, d), de la Directive.

- aux actionnaires, « de manière standardisée et en temps utile »¹⁰⁴, les informations que les sociétés cotées doivent fournir à ces derniers pour leur permettre d'exercer les droits découlant de leurs actions¹⁰⁵, et qui sont adressées à tous les détenteurs d'actions de cette classe, ou l'indication de l'endroit où ces informations peuvent être trouvées sur le site internet de la société¹⁰⁶ ;
- aux sociétés cotées, « sans retard »¹⁰⁷, conformément aux instructions qu'elles reçoivent des actionnaires en question, les informations que ceux-ci donnent en vue de l'exercice de leurs droits¹⁰⁸.

47. La transposition des articles 3ter et 3quater de la Directive en droit belge nécessitera notamment une réforme du CSA et de la Loi du 2 mai 2007. En particulier, l'article 7:146 du CSA relatif au vote à distance dans les sociétés cotées devra être modifié pour transposer l'article 3quater de la Directive, lequel entend, pour faciliter l'exercice par les actionnaires de leurs droits, notamment le droit de participer aux assemblées générales et d'y voter, imposer :

- aux intermédiaires de prendre les mesures nécessaires pour que l'actionnaire ou un tiers désigné par l'actionnaire puisse exercer les droits lui-même¹⁰⁹ ;
- aux intermédiaires d'exercer les droits découlant des actions sur autorisation et instruction explicites de l'actionnaire et dans l'intérêt de l'actionnaire¹¹⁰ ;

¹⁰⁴ Art. 3ter, §2, de la Directive.

¹⁰⁵ Les exigences minimales relatives aux types et au format des informations à transmettre en ce qui concerne les convocations aux assemblées générales sont celles exposées dans le tableau 3 de l'annexe du Règlement. Ces exigences s'appliquent également, dans la mesure nécessaire, à toutes les mises à jour et annulations de ces convocations aux assemblées (Art. 4 du Règlement).

¹⁰⁶ Art. 3ter, §1^{er}, de la Directive.

¹⁰⁷ Art. 3ter, §1^{er}, de la Directive.

¹⁰⁸ Art. 3ter, §4, de la Directive.

¹⁰⁹ A cette fin, « le dernier intermédiaire confirme, sur demande, à l'actionnaire ou à un tiers désigné par l'actionnaire, la position autorisée figurant dans ses registres. Lorsque la chaîne d'intermédiaires compte plusieurs intermédiaires, le dernier intermédiaire veille à ce que les positions autorisées dans ses registres correspondent à celles du premier intermédiaire. Une telle confirmation par le dernier intermédiaire à l'actionnaire n'est pas requise si la position autorisée est connue de l'émetteur ou du premier intermédiaire ou lui sera transmise, selon le cas » (Art. 5, §1^{er}, du Règlement). Les informations et les données minimales à faire figurer dans la confirmation des droits, selon le type de transmission concerné, sont celles exposées dans le tableau 4 de l'annexe du Règlement. Ces informations et données minimales s'appliquent également, dans la mesure nécessaire, à toutes les mises à jour et annulations de confirmations des droits (Art. 5, §§2 et 3, du Règlement). Les informations et données minimales à faire figurer dans la notification de participation d'un actionnaire à une assemblée générale sont celles exposées dans le tableau 5 de l'annexe du Règlement (Art. 6, du Règlement).

¹¹⁰ « Lorsque les actionnaires ne souhaitent pas exercer leurs droits eux-mêmes et qu'ils ont désigné un intermédiaire à cet effet, ce dernier devrait exercer ces droits avec l'accord et conformément aux instructions explicites des actionnaires, et dans l'intérêt de ceux-ci » (9^{ème} Considérant de la Directive).

- aux sociétés cotées, en cas de vote électronique, d'envoyer à la personne ayant voté une confirmation électronique de la réception de ce vote¹¹¹ ;
- aux sociétés cotées, après l'assemblée générale, de transmettre à l'actionnaire ou à un tiers désigné par celui-ci, au minimum à sa demande, une confirmation que son vote a bien été enregistré et pris en compte par la société, à moins que cette information ne soit déjà à sa disposition. Les États membres peuvent définir le délai dans lequel l'actionnaire peut demander une telle confirmation, étant entendu que ce délai ne peut être supérieur à trois mois à compter de la date du vote ;
- aux intermédiaires, lorsqu'ils reçoivent l'une ou l'autre de ces confirmations, de la transmettre sans retard à l'actionnaire ou à un tiers désigné par celui-ci. Lorsque la chaîne d'intermédiaires compte plusieurs intermédiaires, la confirmation doit être transmise sans retard entre les intermédiaires, à moins que la confirmation puisse être transmise directement à l'actionnaire ou à un tiers désigné par l'actionnaire.

6. Transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote

48. Seront vraisemblablement sans impact sur le CSA les règles contenues aux articles 3octies, 3nonies, 3decies et 3undecies de la Directive relatifs à la transparence des investisseurs institutionnels (entreprises d'assurance et institutions de retraite professionnelle)¹¹², des gestionnaires d'actifs (établissements de crédit, entreprises d'investissement, gestionnaires d'OPCA et sociétés de gestion d'organismes de placement collectif)¹¹³ et des conseillers en vote. La Directive introduit en effet des mesures de

¹¹¹ Voy. l'article 7 du Règlement relatif au « *Format de confirmation de la réception, de l'enregistrement et de la prise en compte des votes* ».

¹¹² La Directive définit l'« investisseur institutionnel » comme (i) une entreprise qui exerce des activités d'assurance vie au sens de l'article 2, paragraphe 3, points a), b) et c), de la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil et de réassurance au sens de l'article 13, point 7), de ladite directive pour autant que ces activités couvrent les obligations d'assurance vie, et qui n'est pas exclue en vertu de ladite directive ; ou (ii) une institution de retraite professionnelle relevant du champ d'application de la directive (UE) 2016/2341 du Parlement européen et du Conseil conformément à son article 2, sauf si un État membre a choisi de ne pas appliquer ladite directive, en tout ou partie, à cette institution conformément à l'article 5 de ladite directive (Art. 2, e), de la Directive).

¹¹³ La Directive définit le « gestionnaire d'actifs » comme une entreprise d'investissement au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 1, de la directive 2014/65/UE qui fournit des services de gestion de portefeuille à des investisseurs, un gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (FIA) au sens de l'article 4, paragraphe 1, point b), de la directive 2011/61/UE qui ne remplit pas les conditions d'exemption prévues à l'article 3 de ladite directive ou une société de gestion au sens de l'article 2, paragraphe 1, point b), de la directive 2009/65/CE ou une société d'investissement qui est agréée conformément à la directive 2009/65/CE, pour autant qu'elle n'ait pas confié sa gestion à une société de gestion agréée au titre de ladite directive (Art. 2, f), de la Directive).

transparence à charge (i) des investisseurs institutionnels qui « investissent directement ou par l'intermédiaire d'un gestionnaire d'actifs dans des actions négociées sur un marché réglementé »¹¹⁴ et (ii) des gestionnaires d'actifs qui « investissent dans de telles actions au nom d'investisseurs »¹¹⁵, en leur imposant la publication de leur politique d'engagement et de vote ainsi que les principaux éléments des accords conclus entre investisseurs et gestionnaires. Les agences de conseil en vote sont également contraintes de rendre publiques certaines informations, en particulier sur l'élaboration de leurs recommandations.

6.1. Investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs

49. Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs sont souvent des actionnaires importants des sociétés cotées et peuvent dès lors jouer un grand rôle dans la gouvernance de ces sociétés, mais aussi, de manière plus générale, en ce qui concerne leur stratégie et leurs performances à long terme. « Toutefois, l'expérience de ces dernières années a montré que, souvent, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ne s'engagent pas à l'égard des sociétés dont ils détiennent des actions, et il apparaît que les marchés des capitaux exercent souvent une pression sur les sociétés pour que celles-ci soient performantes à court terme, ce qui peut compromettre les performances financières et non financières des sociétés à long terme et conduire, entre autres conséquences négatives, à des niveaux d'investissement sous-optimaux, par exemple dans la recherche et le développement, au détriment des performances à long terme tant des sociétés que des investisseurs »¹¹⁶. En outre, souvent, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ne sont pas transparents quant à leur stratégie d'investissement, leur politique d'engagement et leur mise en œuvre. « La communication au public de telles informations pourrait avoir un effet positif de sensibilisation des investisseurs, permettre aux bénéficiaires finals, tels que les futurs retraités, de prendre de meilleures décisions en matière d'investissement, faciliter le dialogue entre les sociétés et leurs actionnaires, encourager l'engagement des actionnaires et renforcer leur responsabilité à l'égard des parties prenantes et de la société civile »¹¹⁷.

50. Aussi, à moins qu'ils ne rendent publique une explication claire et motivée de la raison pour laquelle ils ont choisi de ne pas respecter une ou plusieurs de ces exigences (« *comply or explain* »), les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs sont tenus :

- d'élaborer et de rendre publique une « *politique d'engagement* », décrivant la manière dont ils intègrent l'engagement des actionnaires dans leur stratégie d'investissement, « *les différentes activités d'engagement qu'ils choisissent de mener et la manière dont ils le font* »¹¹⁸. Cette politique doit décrire « *la manière dont ils assurent le suivi des sociétés détenues sur des questions pertinentes, y compris la stratégie, les performances financières et non financières ainsi que le risque, la structure du capital, l'impact social et*

¹¹⁴ Art. 1^{er}, §6, a), de la Directive.

¹¹⁵ Art. 1^{er}, §6, b), de la Directive.

¹¹⁶ 15^{ème} Considérant de la Directive.

¹¹⁷ 16^{ème} Considérant de la Directive.

¹¹⁸ 17^{ème} Considérant de la Directive.

environnemental et la gouvernance d'entreprise, dialoguent avec les sociétés détenues, exercent les droits de vote et d'autres droits attachés aux actions, coopèrent avec les autres actionnaires, communiquent avec les acteurs pertinents des sociétés détenues et gèrent les conflits d'intérêts¹¹⁹ réels ou potentiels par rapport à leur engagement »¹²⁰ ; et

- de rendre publiques chaque année des informations sur la manière dont leur politique d'engagement a été mise en œuvre, y compris une description générale de leur comportement de vote¹²¹, une explication des votes les plus importants et le recours à des services de conseillers en vote¹²². Ces informations doivent être gratuitement mises à disposition sur le site web de l'investisseur ou du gestionnaire.

51. La Directive considère de surcroît qu'une « *approche à moyen et à long terme est un facteur essentiel pour une gestion responsable des actifs* »¹²³, et qu'une plus grande transparence est de nature à « *mettre en adéquation les intérêts des bénéficiaires finaux des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des sociétés détenues et pourrait mener à l'élaboration de stratégies d'investissement à plus long terme et au développement de relations à plus long terme avec les sociétés détenues permettant l'engagement des actionnaires* »¹²⁴. C'est pourquoi tout investisseur institutionnel est soumis à des obligations de transparence supplémentaires, l'obligeant à rendre publics¹²⁵, chaque année :

- la manière dont les principaux éléments de sa stratégie d'investissement en actions sont compatibles avec le profil et la durée de ses engagements, en particulier de ses

¹¹⁹ « *La politique d'engagement devrait également prévoir des politiques de gestion des conflits d'intérêts réels ou potentiels, notamment des situations dans lesquelles les investisseurs institutionnels ou les gestionnaires d'actifs, ou leurs entreprises affiliées, ont d'importantes relations commerciales avec la société détenue* » (17^{ème} Considérant de la Directive).

¹²⁰ Art. 3octies de la Directive.

¹²¹ Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs sont ainsi tenus de rendre publique la manière dont ils ont exprimé leurs votes lors des assemblées générales des sociétés dont ils détiennent des actions. Cette communication peut exclure les votes qui sont insignifiants en raison de l'objet du vote ou de la taille de la participation dans la société, ceci « *afin de réduire la charge administrative éventuelle. Ces votes insignifiants peuvent être des votes exprimés sur des questions purement procédurales ou des votes émis dans des sociétés dans lesquelles l'investisseur détient une participation infime par rapport à ses participations dans d'autres sociétés détenues. Les investisseurs devraient établir leurs propres critères pour déterminer quels votes sont insignifiants en raison de l'objet du vote ou de la taille de la participation dans la société, et les appliquer de manière cohérente* » (18^{ème} Considérant de la Directive).

¹²² Art. 3octies de la Directive.

¹²³ 19^{ème} Considérant de la Directive.

¹²⁴ Ibidem.

¹²⁵ Art. 3nonies de la Directive. Ces informations doivent être mises à disposition gratuitement sur le site internet de l'investisseur institutionnel et doivent être mises à jour annuellement, à moins qu'aucune modification importante ne soit intervenue. Elles peuvent également figurer dans le rapport sur la solvabilité et la situation financière des investisseurs institutionnels réglementés par la directive 2009/138/CE.

engagements à long terme, et la manière dont ces éléments contribuent aux performances de ses actifs à moyen et à long terme ;

- lorsqu'un gestionnaire d'actifs investit au nom d'un investisseur institutionnel, que ce soit sur une base discrétionnaire et individualisée, soit par le biais d'un organisme de placement collectif, un certain nombre d'informations clés relatives à son accord passé avec le gestionnaire d'actifs¹²⁶.

52. Enfin, les gestionnaires d'actifs doivent fournir aux investisseurs institutionnels pour le compte desquels ils agissent des informations suffisantes pour leur permettre d'évaluer si et comment les gestionnaires agissent au mieux des intérêts à long terme des investisseurs et s'ils poursuivent une stratégie permettant un engagement efficace des actionnaires. « *En principe, la relation entre le gestionnaire d'actifs et l'investisseur institutionnel est régie par des accords contractuels bilatéraux. Toutefois, si de grands investisseurs institutionnels peuvent être en mesure de demander des rapports détaillés au gestionnaire d'actifs, en particulier si les actifs sont gérés sur la base d'un mandat discrétionnaire, il est essentiel, pour les investisseurs institutionnels de plus petite taille et moins sophistiqués, d'établir un ensemble minimal d'exigences légales afin qu'ils puissent procéder à des évaluations correctes du gestionnaire d'actifs et lui demander des comptes* »¹²⁷. En conséquence, la Directive impose aux gestionnaires d'actifs de communiquer à l'investisseur institutionnel avec lequel ils ont conclu un accord visé au point 31 ci-avant, une fois par an, la manière dont leur stratégie d'investissement et sa mise en œuvre respectent cet accord et contribuent aux performances à moyen et à long terme de l'investisseur ou du fonds. Cette communication comprend :

¹²⁶ (a) la manière dont l'accord avec le gestionnaire d'actifs incite le gestionnaire d'actifs à aligner sa stratégie et ses décisions d'investissement sur le profil et la durée des engagements de l'investisseur institutionnel, notamment des engagements à long terme ;

(b) la manière dont cet accord incite le gestionnaire d'actifs à prendre des décisions d'investissement fondées sur des évaluations des performances à moyen et à long terme, financières et non financières, de la société détenue et à s'engager à l'égard des sociétés détenues afin d'améliorer leurs performances à moyen et à long terme ;

(c) la manière dont la méthode et l'horizon temporel de l'évaluation des performances du gestionnaire d'actifs et la rémunération des services de gestion d'actifs sont en adéquation avec le profil et la durée des engagements de l'investisseur institutionnel, notamment des engagements à long terme, et tiennent compte des performances absolues à long terme ;

(d) la manière dont l'investisseur institutionnel contrôle les coûts de rotation du portefeuille supportés par le gestionnaire d'actifs et la manière dont il définit et contrôle la rotation ou le taux de rotation d'un portefeuille cible ;

(e) la durée de l'accord avec le gestionnaire d'actifs. Lorsque l'accord avec le gestionnaire d'actifs ne contient pas un ou plusieurs éléments de ce type, l'investisseur institutionnel donne une explication claire et motivée.

¹²⁷ 20^{ème} Considérant de la Directive.

- des informations sur « les principaux risques importants à moyen et long terme liés aux investissements, sur la composition, la rotation¹²⁸ et les coûts de rotation du portefeuille, sur le recours à des conseillers en vote aux fins des activités d'engagement et leur politique en matière de prêts de titres¹²⁹ et la manière dont celle-ci est appliquée pour l'exercice de leurs activités d'engagement le cas échéant, en particulier lors de l'assemblée générale des sociétés détenues »¹³⁰ ;
- « des informations indiquant si, et dans l'affirmative, comment ils prennent des décisions d'investissement fondées sur une évaluation des performances à moyen et à long terme de la société détenue, y compris les performances non financières¹³¹, et si des conflits d'intérêts sont apparus en lien avec les activités d'engagement¹³² et, dans l'affirmative, lesquels et comment les gestionnaires d'actifs les ont traités »¹³³.

6.2. Conseillers en vote

¹²⁸ « Le taux de rotation du portefeuille est un indicateur important pour vérifier si les processus employés par le gestionnaire d'actifs sont pleinement conformes à la stratégie déterminée et aux intérêts de l'investisseur institutionnel et indique si le gestionnaire d'actifs détient des actions pendant un laps de temps lui permettant de s'engager de manière efficace à l'égard de la société. Un taux de rotation élevé du portefeuille peut traduire un manque de conviction quant aux décisions d'investissement et un comportement conjoncturel, aucun de ces deux éléments ne pouvant être au mieux des intérêts à long terme des investisseurs institutionnels, étant donné, en particulier, qu'une augmentation de la rotation du portefeuille entraîne une augmentation des coûts supportés par l'investisseur et peut influencer sur le risque systémique. D'un autre côté, un taux de rotation du portefeuille étonnamment bas peut être le signe d'une inattention à l'égard de la gestion des risques ou du passage à une stratégie d'investissement plus passive » (21^{ème} Considérant de la Directive).

¹²⁹ « Le prêt de titres peut être à l'origine de controverses en ce qui concerne l'engagement des actionnaires par lequel les actions détenues par les investisseurs sont en réalité vendues, sous réserve d'un droit de rachat. Les actions vendues doivent être rappelées aux fins de l'engagement, y compris du vote à l'assemblée générale. Il est dès lors important que le gestionnaire d'actifs fasse rapport sur sa politique en matière de prêts de titres et sur la manière dont elle est appliquée pour l'exercice de ses activités d'engagement, en particulier au moment de l'assemblée générale des sociétés détenues » (21^{ème} Considérant de la Directive).

¹³⁰ Art. 3decies de la Directive. « Ces informations sont essentielles pour permettre à l'investisseur institutionnel d'évaluer si le gestionnaire d'actifs effectue une analyse à moyen et à long terme des actions et du portefeuille, ce qui est déterminant pour un engagement efficace des actionnaires. Étant donné que ces risques à moyen et à long terme auront une incidence sur les rendements des investisseurs, il peut être crucial pour les investisseurs institutionnels d'intégrer ces questions de manière plus efficace dans les processus d'investissement » (20^{ème} Considérant de la Directive).

¹³¹ « Ces informations sont particulièrement utiles pour déterminer si le gestionnaire d'actifs adopte une stratégie de gestion des actifs axée sur le long terme et active et s'il prend en compte les questions sociales, environnementales et de gouvernance » (22^{ème} Considérant de la Directive).

¹³² « Par exemple, des conflits d'intérêts peuvent empêcher le gestionnaire d'actifs de voter ou même l'empêcher complètement de s'engager. Toutes ces situations devraient être portées à la connaissance de l'investisseur institutionnel » (23^{ème} Considérant de la Directive).

¹³³ *Ibidem*.

53. Pour conclure, la Directive relève que de nombreux investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs ont recours aux services de conseillers en vote, lesquels effectuent des recherches, fournissent des conseils et formulent des recommandations sur la manière de voter lors des assemblées générales de sociétés cotées. « *Si les conseillers en vote jouent un rôle important dans la gouvernance d'entreprise en contribuant à réduire les coûts de l'analyse des informations concernant les sociétés, ils peuvent aussi exercer une influence importante sur le comportement de vote des investisseurs. Les investisseurs possédant des portefeuilles très diversifiés et de nombreuses actions de sociétés étrangères, en particulier, s'appuient davantage sur les recommandations de conseillers en vote. Compte tenu de leur importance, les conseillers en vote devraient être soumis à des exigences de transparence* »¹³⁴.

54. En conséquence, pour renforcer l'engagement des actionnaires et favoriser la gestion à long terme des entreprises, la Directive impose certaines contraintes aux conseillers en vote, soit toute « *personne morale qui analyse, sur une base professionnelle et commerciale, les communications des entreprises et, le cas échéant, d'autres informations de sociétés cotées afin d'éclairer les décisions de vote des investisseurs en effectuant des recherches, en fournissant des conseils ou en formulant des recommandations de vote concernant l'exercice des droits de vote* »¹³⁵. La Directive s'applique à tous les conseillers en vote qui « *fournissent des services à des actionnaires en ce qui concerne les actions de sociétés qui ont leur siège social dans un État membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre* »¹³⁶, que ceux-ci soient ou ne soient pas établis dans l'Union européenne. En effet, « *les conseillers en vote de pays tiers qui n'ont ni leur siège social ni leur administration centrale dans l'Union peuvent fournir des analyses en ce qui concerne les sociétés de l'Union. Afin de garantir des conditions de concurrence équitables entre les conseillers en vote de l'Union et ceux des pays tiers, la [Directive] s'applique [également] aux conseillers en vote de pays tiers qui exercent leurs activités au moyen d'un établissement dans l'Union, quelle que soit la forme de cet établissement* »¹³⁷.

55. L'article 3undecies de la Directive prévoit à cet égard que les conseillers en vote doivent rendre public¹³⁸ le code de bonne conduite qu'ils appliquent et faire rapport sur l'application de ce code de conduite. Lorsque les conseillers en vote n'appliquent pas de code de conduite, ils doivent fournir une explication claire et motivée de leurs raisons d'agir ainsi. Et lorsque les conseillers en vote appliquent un code de conduite mais qu'ils s'écartent d'une de ses recommandations, ils doivent préciser les parties dont ils s'écartent, fournir une explication à cet égard et indiquer, le cas échéant, les mesures de remplacement adoptées.

¹³⁴ 25^{ème} et 26^{ème} Considérants de la Directive.

¹³⁵ Art. 2, g), de la Directive.

¹³⁶ Art. 1^{er}, §6, c), de la Directive.

¹³⁷ 27^{ème} Considérant de la Directive.

¹³⁸ Les informations visées au présent paragraphe sont mises gratuitement à la disposition du public sur le site internet des conseillers en vote et sont mises à jour sur une base annuelle.

56. Afin d'informer correctement leurs clients sur la teneur exacte et la fiabilité de leurs activités, les conseillers en vote doivent en outre déceler et communiquer « *sans retard à leurs clients* » *« tout conflit d'intérêts réel ou potentiel ou toute relation commerciale pouvant influencer la préparation de leurs recherches, de leurs conseils ou de leurs recommandations de vote, ainsi que les mesures prises pour éliminer, limiter ou gérer les conflits d'intérêts réels ou potentiels »*¹³⁹ et publier tous les ans¹⁴⁰ un certain nombre d'informations sur la préparation de leurs recherches, de leurs conseils et de leurs recommandations de vote :

- les éléments essentiels des méthodes et des modèles qu'ils appliquent ;
- les principales sources d'information utilisées ;
- les procédures mises en place pour garantir la qualité des recherches, des conseils et des recommandations de vote et les qualifications du personnel concerné ;
- le fait que les situations juridiques, réglementaires et de marché nationales, ainsi que les situations propres à la société, sont prises en compte ou non et, dans l'affirmative, la manière dont elles sont prises en compte ;
- les caractéristiques essentielles des politiques de vote appliquées pour chaque marché ;
- le fait que des dialogues ont lieu ou non avec les sociétés qui font l'objet de leurs recherches, de leurs conseils ou de leurs recommandations de vote et avec les parties prenantes dans ces sociétés et, dans l'affirmative, la portée et la nature de ces dialogues ;
- la politique en matière de prévention et de gestion des conflits d'intérêts potentiels.

¹³⁹ Art. 3undecies, §3, de la Directive.

¹⁴⁰ Ces informations sont mises gratuitement à la disposition du public sur le site internet des conseillers en vote et restent accessibles gratuitement durant au moins trois ans après la date de publication, « *afin de permettre aux investisseurs institutionnels de choisir les services de conseillers en vote en tenant compte de leurs performances passées* » (26^{ème} Considérant de la Directive).

