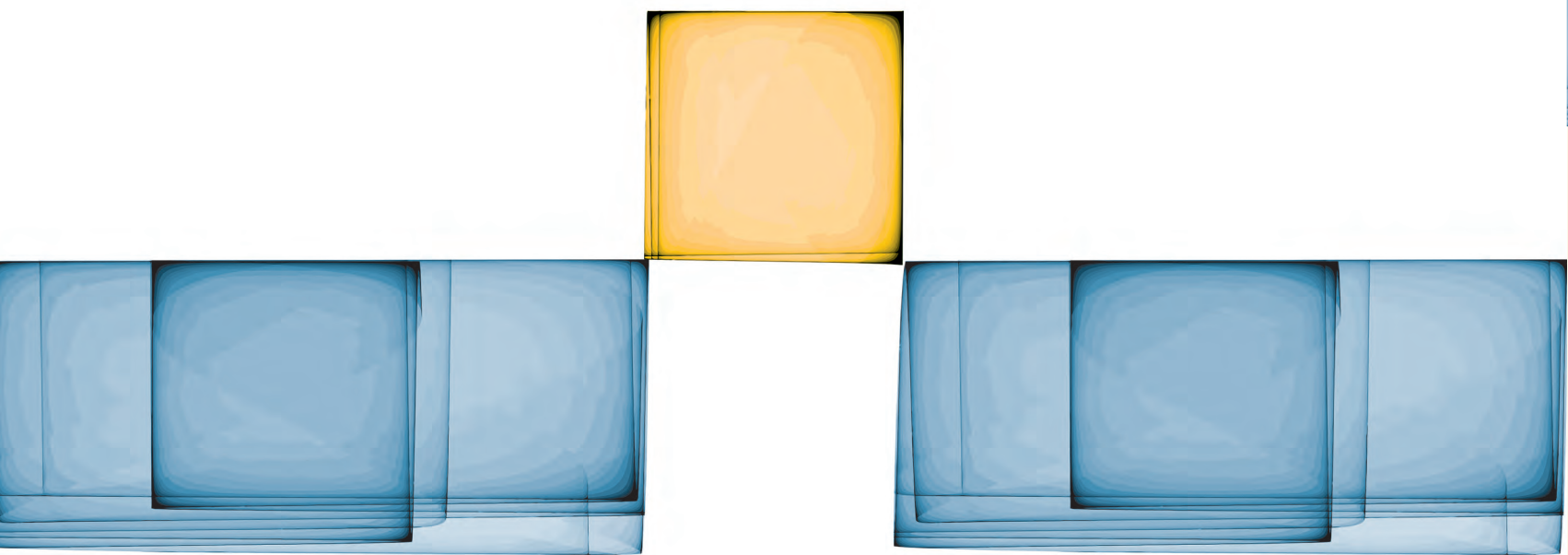
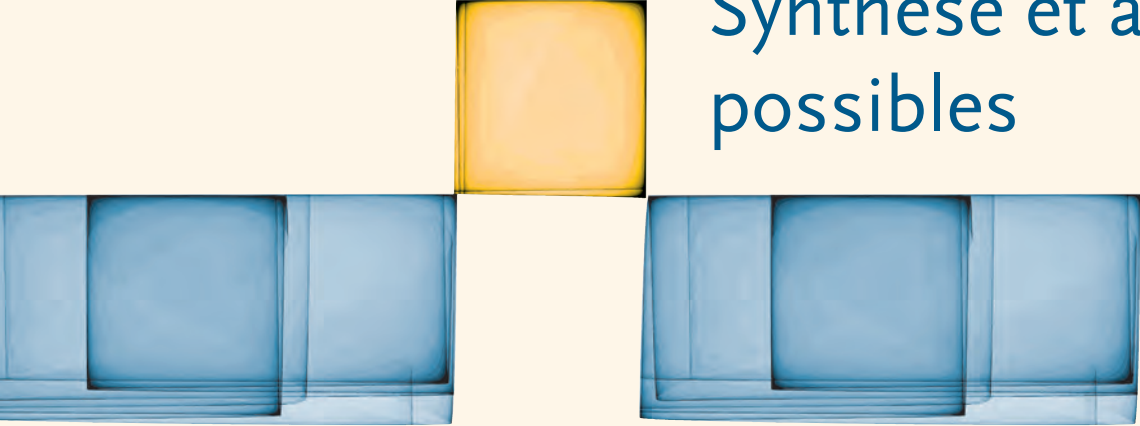




Rédigé pour le compte de la Direction Générale
Marché Intérieur et Services
de la Commission européenne
Rapport final

Rapport d'évaluation de la Directive Transparence





Synthèse et améliorations possibles

Sommaire

Synthèse	V
1. Clarté et pertinence de la Directive	VI
2. Publication de l'information périodique	VIII
3. Information concernant les franchissements de seuils	X
4. Diffusion et archivage de l'information réglementée.....	XIV
5. Langue de diffusion de l'information réglementée.....	XVI
6. Supervision	XVI
7. Impact de la Directive sur l'attractivité du marché unique.....	XVII
Améliorations possibles	XVIII

Le rapport intégral et les annexes du Rapport d'évaluation de la Directive Transparence sont disponibles sur le site de la Commission européenne DG Marché Intérieur et Services (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm) et sur www.mazars.com.

Synthèse

La Directive 2004/109/EC sur l'harmonisation des exigences de transparence en matière d'information des émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé (ci-après la « Directive », la « Directive Transparence » ou « DT ») exige de ces émetteurs de titres au sein de l'Union européenne d'offrir aux investisseurs un niveau de transparence approprié via un flux d'information régulier. Ce flux comprend les informations réglementaires périodiques et permanentes diffusées au public dans l'ensemble de la Communauté. L'information réglementaire porte sur les états financiers, la détention de droits de vote et l'information sensible publiée dans le cadre de la Directive sur les Abus de Marché (2003/6/EC). La Directive Transparence est entrée en vigueur dans l'Union européenne depuis deux ans. Elle constitue l'un des piliers du Plan d'action pour les services financiers (PASF) visant à assurer la transparence, et donc l'attractivité, du Marché unique.

L'un des principaux objectifs de cette étude est de fournir les éléments quantitatifs et qualitatifs nécessaires à la Commission européenne, chargée - en vertu de l'Article 33 de la Directive - de remettre au Parlement européen et au Conseil un rapport sur la mise en œuvre de la Directive Transparence. Le rapport de la Commission doit être réalisé en 2010. Son objectif est d'évaluer dans quelle mesure les obligations de la Directive Transparence et leur mise en œuvre remplissent les objectifs fixés.

La Commission a lancé un appel d'offres (MARKT/2008/07/F) le 13 juin 2008 pour la réalisation d'une étude sur l'application de certaines obligations de la Directive Transparence. A l'issue d'une procédure de mise en concurrence, le contrat a été attribué à Mazars le 29 décembre 2008.

Les enquêtes et travaux menés dans le cadre de cette étude* permettent de dégager les conclusions suivantes.

* Afin de répondre aux objectifs de l'étude, l'approche adoptée pour la collecte d'information sur la perception qu'ont les acteurs de marché du fonctionnement de la Directive, l'analyse de la mise en œuvre de la Directive Transparence et la comparaison avec des pays tiers, a reposé sur les méthodologies suivantes : un questionnaire en ligne (avec un taux de réponse de 12%), des entretiens avec les acteurs de marché, une analyse de la conformité avec des règles d'injonction périodique et de l'application légale de la Directive. Lorsque le nombre de réponses pour une catégorie d'acteurs de marché et/ou pour un Etat membre a été jugé insuffisant, nous avons cherché à compenser ce manque d'information par des entretiens avec ces acteurs de marché ou leurs associations représentatives.

1. Clarté et pertinence de la Directive

En premier lieu, il convient de souligner qu'une forte majorité des acteurs de marché considère que la Directive est utile au bon fonctionnement et à l'efficacité des marchés. Ainsi, 65 % des acteurs de marché estiment que les dispositions de la Directive sont pertinentes pour atteindre l'objectif visant à fournir en temps utile au marché des informations précises et complètes. Deux commentaires ont toutefois été fréquemment émis concernant l'architecture générale de la Directive :

- Le fait que la Directive ne requière qu'une harmonisation minimale, permettant aux Etats membres d'imposer des contraintes supplémentaires, donne lieu à de coûteux problèmes de mise en œuvre.
- L'absence de règles plus flexibles pour les petites et moyennes entreprises (PME)** rend les exigences excessivement lourdes et coûteuses pour ces dernières. Ce point est même à l'origine d'inefficiences sur le marché.

Personne ne s'est expressément élevé contre l'existence ou les vertus de la Directive. En revanche, il est très clair pour tous les émetteurs interrogés qu'aucune exigence supplémentaire en termes d'information financière ne doit leur être imposée, si la Directive vient à être modifiée. De plus, 81 % des acteurs de marché estiment que les dispositions de la Directive sont suffisamment claires. En effet, un certain nombre des principales dispositions existaient déjà dans la plupart des Etats membres. Lorsqu'un manque de clarté est signalé, les acteurs de marché l'attribuent généralement à la transposition en droit national ou aux pratiques de marché. Ainsi, très peu estiment que le manque de clarté en question est dû à la Directive elle-même.

Pour 62 % des acteurs de marché, la Directive est suffisamment détaillée, à l'exception de : (i) certaines dispositions (par exemple, le contenu de l'information trimestrielle), (ii) des cas pouvant donner lieu à des divergences excessives dans la mise en œuvre au niveau national (par exemple, la notification des seuils), et (iii) certaines définitions impliquant des obligations (par exemple, l'« action de concert »).

Les Etats membres de l'Union européenne concernés par l'étude sont : l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la France, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, le Royaume-Uni, la Slovaquie et la Suède. Les pays non membres de l'Union sont : la Chine, les Etats-Unis, Hong Kong, l'Inde, le Japon et la Suisse. Les catégories d'acteurs de marché ayant participé à l'étude (ci-après « acteurs de marchés ») sont notamment les émetteurs d'actions, les émetteurs de dette et titres assimilés, les investisseurs institutionnels, les associations d'investisseurs individuels, les médias, les analystes financiers, les marchés, les autres associations d'acteurs de marché et les autorités de supervision. Les intermédiaires financiers ont répondu au questionnaire en tant qu'émetteurs d'actions ou de titres de dette, ou en tant qu'investisseurs institutionnels.

Les résultats présentés dans cette synthèse et dans le rapport complet doivent être lus de concert avec les annexes du rapport, qui fournissent des statistiques détaillées ainsi qu'un commentaire sur les méthodologies utilisées, les principales sources d'information et les données utilisées.

Cette étude a été conçue en tant que complément aux rapports exhaustifs sur la mise en œuvre de la Directive publiés notamment par la Commission européenne et le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR). L'objectif de cette étude n'est donc pas de réitérer les enseignements et les conclusions de ces rapports. Il convient également de noter que la période écoulée depuis l'application effective de la Directive dans tous les Etats membres est trop courte pour pouvoir obtenir des données quantitatives permettant de mesurer l'impact de la Directive. Les éléments les plus probants en ce sens se trouvent dans les deux études réalisées pour le compte de la Commission sur l'impact économique du PASF et sur le coût de mise en conformité avec certaines mesures du PASF (cf. « En savoir plus sur la Directive Transparence », chapitre 5 de l'annexe méthodologique).

*** Le terme PME est souvent utilisé dans ce rapport, mais ne doit pas être lu comme une référence à une définition existante dans la loi de droit communautaire. Une définition spécifique des PME dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé serait nécessaire si un régime particulier devait être mis en place.*

L'harmonisation est considérée comme suffisante par 45 % des acteurs de marché et les investisseurs ont exprimé durant les entretiens une volonté d'harmonisation maximale. Cette demande a été particulièrement forte concernant les exigences en matière de franchissement de seuils, les divergences entre pays en la matière ayant tendance à s'accroître au fur et à mesure que le temps passe. L'harmonisation maximale est souhaitée pour les définitions, le champ d'application, les exemptions, le calcul et le niveau des seuils, les délais et les formulaires de notification. Les émetteurs sont cependant moins concernés par le manque d'harmonisation, car ils bénéficient du principe, imposé par la Directive, de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine. Les utilisateurs de l'information réglementée (analystes financiers et investisseurs institutionnels) se sentent davantage affectés, car ils sont plus souvent confrontés aux différences existantes entre les divers Etats membres. Afin de pallier ce manque d'harmonisation, 44 % des acteurs de marché apprécieraient davantage de recommandations (notamment de la part du CESR) afin de les aider à se conformer aux dispositions spécifiques de la Directive. Une nette majorité d'émetteurs hors de l'UE est favorable à des recommandations supplémentaires concernant les obligations de la Directive, notamment ceux qui sont cotés à l'étranger.

Concernant la pertinence d'un régime de transparence propres aux PME, 59 % des acteurs de marché s'étant prononcés sur cette question sont favorables au principe de règles distinctes pour les PME. La principale difficulté semble être la date limite de publication des rapports semestriels. Si les PME devaient être définies au sens de la Directive, les participants mentionnent souvent une capitalisation boursière comprise entre 250 millions et 1 milliard d'euros. Les analystes financiers sont très favorables à l'étalement de la publication des états financiers semestriels sur une période plus longue.

D'une manière générale, les acteurs de marché n'estiment pas que la Directive ait un impact sur l'émission de titres sur le marché primaire ou sur les introductions en Bourse :

- 50 % des acteurs de marché n'ont pas d'opinion sur ce sujet ou estiment que la Directive n'a pas d'impact sur les émissions sur le marché primaire. Les émetteurs plus réguliers de dette ou de titres assimilés tendent à estimer que la Directive favorise les émissions.
- 50 % des acteurs de marché considèrent que la Directive n'a pas d'impact sur les introductions en Bourse. L'assèchement de ce marché serait expliqué par la crise financière.

Les entreprises non cotées au sein de l'Etat membre dans lequel elles ont leur siège social expriment leur frustration, car le principe de l'Etat membre d'origine a pour objet de leur simplifier les choses, or elles estiment que ce n'est pas le cas : le double reporting et le besoin de se conformer à deux réglementations perdure, en raison des pratiques des superviseurs nationaux qui vont au-delà des exigences de la Directive.

Enfin, 60 % des acteurs de marché sont favorables à des règles de transparence plus souples pour les marchés régulés ou alternatifs, et sont donc opposés à l'extension des exigences de la Directive à ces marchés.

Les commentaires ci-dessus reflètent une tendance générale. Pour chaque thème, les opinions diffèrent selon les catégories d'acteurs de marché et d'un Etat membre à l'autre. Afin d'obtenir une vision d'ensemble et une meilleure compréhension de tous ces aspects, une lecture plus approfondie du rapport complet est nécessaire.

L'analyse juridique de la mise en œuvre de la Directive confirme que les dispositions de la Directive sont généralement suffisamment claires, à l'exception des points suivants :

- Certaines définitions devraient être révisées afin de tenir compte des régimes spécifiques ou de certains mécanismes juridiques (notamment la définition du terme « émetteur » qui devrait prendre plus clairement en compte les fiducies et les fonds), ainsi que l'utilisation de différents termes de sens similaire (tels que les « événements significatifs » et « importants ») qui devraient être plus cohérente.
- Les règles sur la notification des participations significatives (traitées dans le chapitre 3).

2. Publication de l'information périodique

Le commentaire général découlant des enquêtes statistiques ciblées, de l'opinion des acteurs de marché et des analyses juridiques, est que les dispositions de la Directive concernant la publication d'informations périodiques par les émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé sont pertinentes et atteignent les objectifs fixés.

Ainsi, 82 % des acteurs de marché estiment que les informations périodiques diffusées par les émetteurs cotés sont utiles aux décisions d'investissement. De plus, 70 % des acteurs de marché considèrent que le contenu de l'information délivrée est pertinent pour évaluer la situation financière d'un émetteur. Une étude systématique montre d'ailleurs que les émetteurs publient volontairement davantage que le minimum requis en matière d'information semestrielle et trimestrielle. Parmi les participants, 71 % affirment que les émetteurs fournissent assez d'informations au regard des exigences en vigueur. Enfin, 69 % des acteurs de marché ne pensent pas que les coûts de conformité en matière d'information périodique soient excessifs.

Pour 82 % des acteurs de marché, l'information périodique est diffusée dans les délais. Une analyse systématique de conformité montre d'ailleurs que la réalité est encore meilleure (avec quelques difficultés dans les Etats membres récents).

Du point de vue des émetteurs, 90 % n'éprouvent pas de difficulté à faire face aux délais de publication ; cependant, 26 % des émetteurs d'actions ou de titres de dette reconnaissent y faire face difficilement. Dans la plupart des cas (87 %), les problèmes sont liés au délai de deux mois pour la publication des rapports semestriels. Les PME ont clairement fait part de leur mécontentement à ce sujet. Les utilisateurs d'informations financières, parti-

culièrement les analystes, estiment également que cet « embouteillage » de publications financières au terme du deuxième mois perturbe le marché, déviant l'attention des analystes et de la presse financière des PME au profit des seules grandes valeurs. De plus, que se soit par obligation ou sur une base volontaire, 80 % des émetteurs font auditer ou réviser leurs rapports semestriels par un auditeur externe (obligatoire dans 5 Etats membres), ce qui contribue à rendre plus difficile le respect de ce délai. Répartir les publications sur une période plus longue permettrait de soulager les PME et de fluidifier le fonctionnement du marché. L'idée de délais différents pour les PME est soutenue par 26 % des acteurs de marché. Elle a été récemment recommandée par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et est actuellement autorisée aux Etats-Unis.

L'équilibre atteint par la Directive pour éviter les effets « court-termistes » de la publication de rapports trimestriels complets est jugé favorablement par les acteurs de marché. Ainsi, 69 % estiment que l'information trimestrielle est utile à la transparence et au bon fonctionnement du marché. L'information publiée dans les Rapports de gestion intermédiaires est jugée utile par 62 % des utilisateurs, plus que des états financiers trimestriels complets. Cependant, un certain nombre d'acteurs de marché se sont plaints du manque de clarté et de détails sur le minimal contenu de ces rapports de gestion (Article 6.1 de la Directive). Le CESR a fourni des éléments à cet égard en octobre 2009 (voir les Questions fréquemment posées sur la Directive Transparence – Ref 09-965).

Les acteurs de marché sont très partagés sur l'utilisation de XBRL. Les utilisateurs de l'information financière tendent à privilégier le recours à une technologie de données interactives communes (également recommandée par l'OICV) mais les émetteurs sont circonspects et sont contre une utilisation obligatoire d'XBRL. Les acteurs de marché non européens semblent plus à l'aise avec XBRL que les acteurs européens. En octobre 2009, le CESR a lancé une large consultation sur les avantages et inconvénients d'un format de reporting standardisé pour le reporting financier (Ref 09-859).

Seuls 35 % des acteurs de marché estiment que la Directive a amélioré la comparabilité des entreprises opérant dans un même secteur d'activité. De fait, elles considèrent plutôt les normes IFRS comme l'élément moteur de cette comparabilité. Un point de frustration tient au fait que les investisseurs individuels à investir davantage dans des titres de la Directive n'a pas conduit les entreprises cotées hors de leur marché domestique.

D'un point de vue juridique, les dispositions concernant l'information périodique sont claires et aucune faille réglementaire ou problème de conformité majeur n'a été identifié. Cependant, certains points méritent d'être évoquer :

- Plusieurs améliorations techniques pourraient être apportées, notamment sur le contenu des déclarations faites par les personnes responsables dans les rapports semestriels, ainsi que sur les exigences d'information requises par l'article 16.3 de la Directive à propos des nouveaux emprunts.
- Les déclarations des personnes responsables dans les rapports financiers annuels et semestriels renforcent la responsabilité de ceux-ci sans pour autant unifier le régime de responsabilité applicable aux informations fausses ou trompeuses. Une plus grande harmonisation dans ce domaine serait bénéfique.

3. Information concernant les franchissements de seuils

Les dispositions de la Directive sur les franchissements de seuil sont les plus problématiques selon les acteurs de marché et au regard de l'analyse juridique de la mise en œuvre de la Directive dans les Etats membres.

Les principes fondamentaux de la Directive ne sont pas remis en question. Ainsi, 79 % des utilisateurs de l'information financière (analystes financiers et investisseurs institutionnels) estiment que l'information diffusée sur les franchissements de seuils (incluant les instruments financiers) est utile aux décisions d'investissement. De plus, 58 % des acteurs de marché indiquent que les obligations de notification émanant de la Directive ne créent pas de charge supplémentaire excessive. Aucun participant ne s'est élevé pour affirmer que la Directive entraînait un excès d'information donnée au marché. Au contraire, il existe un appel à plus de transparence sur un plus grand nombre de situations.

C'est lorsque les acteurs de marché s'expriment sur des mesures pratiques ou détaillées de la Directive que leur mécontentement apparaît. Cette situation est principalement due à la possibilité laissée aux Etats membres d'adopter des mesures plus strictes, qui a pesé sur l'ambition d'harmonisation de la Directive. Au vrai, la Directive Transparence n'est pas parvenue à simplifier la notification des participations significatives au sein de l'UE. Une des conséquences de cet échec d'harmonisation est que la complexité des notifications de franchissement de seuils n'a pas diminué avec l'adoption de la Directive. C'est une occasion manquée de réduire les coûts de conformité. Les autres facteurs de mécontentement des acteurs de marché viennent du fait que l'innovation financière ou le manque de clarté des dispositions de la Directive permettent à certains acteurs de contourner les exigences de transparence. En d'autres termes, les dispositions de la Directive sur les franchissements de seuils ne résistent pas à l'innovation financière et aux pratiques de marché (elles sont trop centrées sur des règles et pas assez sur des principes).

X

Les grandes tendances ci-dessous résument l'opinion générale sur les faiblesses de la Directive :

- Seuls 15 % des acteurs de marché estiment que la Directive a facilité les déclarations transfrontières de franchissement de seuils.
- 83 % des analystes financiers et 87 % des investisseurs individuels et institutionnels se déclarent pénalisés par le fait que les Etats membres imposent des niveaux de seuils inférieurs.
- Les acteurs de marché sont 55 % à affirmer que le prêt de droits de vote devrait être transparent.
- 86 % des acteurs de marché ayant une opinion sur le sujet estiment que la Directive devrait comprendre des dispositions pour prévenir le « vote vide » (*empty voting*).
- 90% des acteurs de marché qui se sont exprimés se déclarent en faveur de l'inclusion des swaps d'actions et des contrats sur différence avec règlement en numéraire dans le calcul des seuils (en totalité ou à partir d'un certain seuil).

- Pour 58% des acteurs de marché, un investisseur acquérant une participation significative (10 %, 15 % ou 20 %) devrait être soumis à une exigence d'information complémentaire.
- Certains acteurs de marché sont favorables à l'abaissement du seuil initial fixé par la Directive en deçà de 5 % comme c'est le cas dans plusieurs Etats membres.

Les acteurs de marché ont également fait part de leur insatisfaction vis-à-vis des mesures pratiques régissant la notification des franchissements de seuils. Ainsi, 66 % souhaitent que les différences nationales sur la notification des franchissements de seuils soient réduites. 60 % sont favorables à un ensemble de règles harmonisées pour l'information sur les participations importantes. Enfin, 62 % soutiennent clairement l'utilisation d'un formulaire électronique commun pour la notification des franchissements de seuils au sein de l'UE.

D'un point de vue juridique, la plupart des inquiétudes relatives à la Directive concernent la notification des franchissements de seuils. Des questions se posent sur quasiment toutes les dispositions dans ce domaine, principalement sur les failles réglementaires concernant le prêt de titres, les « votes vides » et le recours à des produits financiers dérivés (notamment lorsqu'ils impliquent un règlement en numéraire).

Pour ce qui est des dispositions générales de la Directive, des clarifications seraient utiles sur les points suivants :

- La définition de l'action de concert (article 10.2) devrait être précisée davantage, notamment sur la distinction entre les discussions et les actions prises collectivement par les actionnaires et l'activisme actionnarial. Plus spécifiquement, la notion de « politique commune durable » soulève un certain nombre de questions. Une analyse des cas pratiques pouvant survenir est nécessaire afin de fournir davantage de précisions. Cependant, toute modification législative ou recommandation devra rester fondée sur des principes.
- Les obligations des émetteurs en matière de publication des notifications (article 12.6) devraient être clarifiés, notamment dans le cas où le formulaire de notification qu'ils reçoivent des investisseurs est insatisfaisant ou comporte des erreurs de calcul.

Par le biais d'une révision de la Directive ou de l'adoption de recommandations complémentaires, les points suivants méritent d'être traités :

- Concernant l'article 9 de la Directive, relatif à l'obligation principale de notification de franchissement de seuil : la manière dont les certificats de dépôt et les plafonds de vote sont pris en compte, ainsi que la méthode de calcul du dénominateur.
- Concernant l'article 12.3, et la définition du contrôle devant être retenue : le cas dans lequel il existe plus d'un actionnaire exerçant le contrôle.

Le champ d'application de certaines exemptions devrait être clarifié ou étendu, notamment :

- L'extension de l'exemption dont bénéficient les établissements de crédit opérant pour compte propre (article 9.6 de la Directive) aux opérations qu'elles garantissent (notamment pour les options de surallocation et autres contrats similaires).
- L'extension de l'exemption prévue à l'article 12.4 aux sociétés de gestion non couvertes par la Directive OPCVM (l'exemption actuelle ne s'appliquant qu'aux sociétés de gestion couvertes par la Directive OPCVM (85/611/EC)).

Les mécanismes suivants, qui permettent d'éviter les vides juridiques et d'assurer un régime accru de transparence, méritent d'être notés :

- Dispositif « attrape tout » : une disposition du droit autrichien permet d'éviter les vides réglementaires. Elle impose une obligation de notification aux « *personnes admises à l'exercice d'un droit de vote sans qu'elles soient le propriétaire légal des actions concernées* ». Aux Etats-Unis, il existe également une disposition similaire qui s'est avérée utile dans le contexte de l'usage abusif des produits dérivés.
- Information accrue en cas de participations significatives : afin d'offrir une information plus complète pouvant être utile aux décisions d'investissement, les acquéreurs de participations significatives (par exemple, 10 % ou 20 %) devraient fournir des informations complémentaires. Ces dernières peuvent porter notamment sur : l'intention ou non de prendre le contrôle, la volonté de poursuivre les achats d'actions, l'intention de modifier la composition du conseil d'administration ou celle d'infléchir la stratégie de l'entreprise. Si possible, l'investisseur pourrait également indiquer son horizon d'investissement, donner certaines informations sur ses sources de financement ou enfin, indiquer si les actions sont détenues à titre principal ou par le biais d'un prêt de titres. Ce système, qui existe en France et en Allemagne, comporte certaines similitudes avec celui en vigueur aux Etats-Unis, qui requiert la notification d'un nombre important d'informations selon le « Schedule 13 D » lorsque les seuils de 5 % et de chaque point de pourcentage supplémentaire sont franchis.

Dans l'ensemble des pays de l'Union couverts par cette étude, les accords classiques de **prêt de titres** (*securities lending*) donnent lieu à un transfert de propriété des titres prêtés. Selon l'article 9 de la Directive, la transaction doit donc être notifiée tant par le prêteur que par l'emprunteur. Certains pays, comme le Royaume-Uni, considèrent que l'obligation de notification ne s'applique pas au prêteur.

La logique sous-jacente est que, dans un contrat classique de prêt de titres, prévoyant que le prêteur conserve le droit de demander la restitution des titres, la transaction implique une cession des droits liés aux actions et l'acquisition simultanée du droit à les ré-acquérir. Dans un tel contrat, le prêteur pourrait « compenser » la cession et l'acquisition et donc ne pas comptabiliser la transaction dans ses obligations d'information. La crainte est qu'une notification réalisée par les deux parties pourrait être une source de confusion et de contradiction préjudiciables à l'information du marché.

Cependant, le besoin d'avoir une vision d'ensemble des droits de vote exerçables à un instant donné plaide en faveur d'un système de notification plus complet. Le seul moyen de fournir une information complète et cohérente au marché serait de faire en sorte que la transaction soit déclarée tant par le prêteur (qui indiquerait son passage d'un statut de propriétaire effectif à celui de porteur d'un droit à ré-acquérir les actions) que par l'emprunteur (qui déclarerait son statut de propriétaire et son obligation de restituer les actions). Dans ce cas, aucun risque de confusion ne serait possible, et cela permettrait d'éliminer le risque de double comptage des actions (une fois auprès du prêteur et une seconde fois auprès de l'emprunteur, ce qui est potentiellement trompeur ou, du moins, source de confusion). Ce système serait également plus simple, car la même règle s'appliquerait à toutes les transactions de prêt de titres, quels que soient les termes contractuels spécifiques (dont la complexité pourrait donner lieu à des interprétations divergentes). L'Italie et le Luxembourg appliquent tous deux un système imposant des obligations d'information au prêteur.

Concernant le « **vote vide** » (*empty voting*) (c'est-à-dire le vote sans l'exposition économique attachée aux actions), un large consensus se dessine pour estimer qu'une telle pratique est contraire aux principes fondamentaux du droit sur les sociétés. L'argumentaire en faveur d'une réglementation accrue se fonde sur l'idée qu'un droit de vote est accordé aux actionnaires parce qu'ils supportent les conséquences positives et négatives de leurs votes. À l'opposé, le « vote vide » permet d'exercer une influence sur la société sans aucune conséquence financière pour l'investisseur. En d'autres termes, la personne qui exerce le droit de vote n'est pas celle qui supporte les conséquences de sa décision ; il peut en résulter des prises de position défavorables aux autres investisseurs ainsi qu'à l'émetteur. Plusieurs cas célèbres illustrent ce risque : le cas Laxey Partners au Royaume-Uni, le cas OMV/MOL en Hongrie, le cas Perry/Milan aux Etats-Unis ou le cas Henderson Land à Hong Kong. Une étude réalisée par Bernard Black et Henry Hu* et une étude spécifique menée en Europe par Michael Schouten** offrent une description complète de ce mécanisme et de ses potentiels effets pervers. La position prise par un grand nombre de représentants du secteur financier (l'International Securities Lending Associations, l'International Corporate Governance Network ou le Hedge Fund Standard Board) montre que les inquiétudes relatives au « vote vide » sont largement partagées par la communauté financière.

Les arguments en faveur du « **vote vide** » (notamment le fait qu'il permet d'exercer un plus fort contrôle sur les dirigeants) ne sont pas de nature à apaiser les craintes exprimées. D'un point de vue théorique, une réponse réglementaire au « vote vide » passe soit par plus de transparence, soit par une interdiction. Exiger une information complète ne changerait pas la contradiction existante entre la pratique du « vote vide » et les principes fondamentaux du droit des sociétés. Mettre en place un régime d'information pourrait même être perçu comme une reconnaissance légale tacite de cette pratique. Ainsi, nous sommes enclins à recommander une interdiction de cette pratique.

* Hu, Henry T.C. et Black, Bernard S., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*. *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 343-367, 2007

** Schouten, Michel, C., *The Case for Mandatory Ownership Disclosure* (21 avril 21, 2009). *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Forthcoming

Les dérivés impliquant un règlement en numéraire (*cash settle derivatives*) ont soulevé un grand nombre de commentaires à la suite de leur utilisation dans plusieurs pays dans le but de contourner les règles de notification de franchissement de seuil (Porsche/VW, Schaeffler/Continental, SGL Carbon, TCI/CSX, Laxey Partner/Implenia, Victory/Sulzer, Glencore International/Austral Coal, Fiat). Dans la plupart des pays, ces produits dérivés sont perçus comme porteur d'un risque potentiel d'abus. Des exigences d'information appropriées sur la détention de ces produits dérivés ont été imposées au Royaume-Uni, en Suisse et à Hong Kong et des exigences de notification ont récemment été imposées en France. La nécessité de combler ce vide juridique semble avéré. Nous suggérons donc la mise en place d'un régime de notification.

4. Diffusion et archivage de l'information réglementée

Les acteurs de marché considèrent que les dispositions de la Directive sur la diffusion de l'information réglementée par les émetteurs dont les titres sont cotés sur un marché réglementé sont satisfaisantes. En fait, la Directive ne modifie pas de manière substantielle les pratiques actuelles de diffusion d'information. La seule nouveauté est l'exigence d'une diffusion de l'information réglementée à l'ensemble de l'UE.

70 % des acteurs du marché estiment que les émetteurs recourent aux médias appropriés pour diffuser l'information financière qu'ils produisent, et 45 % ne pensent pas que la Directive ait changé la manière dont cette information est rendue publique. Pour 50 % des utilisateurs d'information financière, cette dernière parvient aisément aux investisseurs. Le fait que certains Etats membres requièrent encore la publication de cette information dans la presse écrite est considéré comme un moyen de financer la presse et non comme un problème de diffusion d'information.

XIV

Les problèmes liés à la diffusion transfrontière d'information réglementée par les PME et le faible intérêt des analystes et investisseurs dans ces entreprises (« trou noir ») sont l'objet de nombreux commentaires. 72 % des utilisateurs de l'information financière n'ont pas d'opinion sur l'impact de la Directive concernant l'amélioration de l'accès à l'information émise par les petites et moyennes capitalisations. 83 % des émetteurs pensent que les dispositions de la Directive en matière de diffusion n'ont pas d'effet sur leur visibilité hors de leurs frontières ou n'expriment aucune opinion à ce sujet.

Bien que le sujet soit clairement identifié, aucune solution n'a été mise en avant durant les entretiens pour accroître l'intérêt des investisseurs pour les valeurs moyennes. Le consensus qui se dégage est que ce vide ne peut pas être comblé par une loi ou un règlement. Seul un changement de comportement de la part des acteurs du marché permettrait d'y parvenir. Les analystes financiers et les investisseurs concentrent leur attention sur les plus grandes entreprises, amenant les PME à se poser la question de l'utilité d'une large communication financière. On peut cependant se demander si les autorités publiques au niveau de l'UE ou des Etats pourraient promouvoir un

marché secondaire transfrontières pour les PME cotées. Une telle initiative pourrait inclure un encouragement à la recherche financière transfrontières, à des indices sectoriels ou à des fonds d'investissement sectoriels dépassant le cadre des frontières nationales, etc.

Les dispositions de la Directive pour le archivage de l'information réglementée diffusée par les émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché réglementé sont bien acceptées.

En effet, 85 % des acteurs de marché considèrent que l'archivage de l'information passée est utile, et 50 % estiment que les éléments conservés (rapports périodiques et information susceptibles d'avoir un impact sur le cours de Bourse) sont pertinents. Les investisseurs seraient même favorables au archivage d'un nombre accru d'informations. Les acteurs de marché approuvent à 70 % une période de conservation d'au moins 5 ans. L'impact de la Directive sur les pratiques d'archivage est diversement perçu, mais 63 % des émetteurs le considèrent comme neutre.

Les avis sont plus partagés et parfois paradoxaux en ce qui concerne le mécanisme de conservation lui-même et l'accès aux informations archivées. La préférence semble aller à un système d'archivage central (45 % des réponses) tel que recommandé par l'OICV. Bien que 38 % des investisseurs affichent une plus grande confiance dans les informations obtenues par le biais d'un mécanisme officiellement désigné (OAM), ces derniers sont méconnus et seuls 5 % des utilisateurs d'information financière y ont recours en tant que principale source d'information sur une société cotée. De fait, la rentabilité d'OAM à but lucratif est faible ou reste à démontrer (dans certains Etats membres, aucune demande d'enregistrement en tant qu'OAM n'a été déposée). Pour 60 % des acteurs de marché, l'autorité de surveillance ou la Bourse devraient être le principal point d'accès à l'information archivée, avec une préférence marquée pour le régulateur. Enfin, 63 % des acteurs de marché s'étant exprimés sont favorables à un système d'archivage centralisé permettant la recherche d'information sur l'ensemble de l'UE.

En d'autres termes, deux ans après l'entrée en vigueur de la Directive, aucune vision stable et consensuelle ne se dégage sur la manière dont l'information archivée doit être rendue accessible au niveau national et européen. Aucune analyse coûts/bénéfices prenant en compte les intérêts de tous les acteurs de marché n'a été réalisée.

Sur la base des opinions recueillies, trois scénarios possibles peuvent être mis en avant :

- Une concentration sur le site Internet de l'émetteur. Pour qu'un tel dispositif fonctionne, la manière dont l'information est archivée dans une partie dédiée du site de l'émetteur devrait être harmonisée et rendue obligatoire au niveau de l'UE.
- Une amélioration du fonctionnement et de la visibilité des mécanismes d'archivage nationaux (OAMs). Cette solution suppose l'adoption de normes techniques harmonisées pour permettre des interconnexions efficaces au niveau régional ou paneuropéen, et une plus grande flexibilité dans la manière dont ces OAMs opèrent afin d'améliorer leur modèle économique.

- La création d'un point d'accès unique à l'échelle de l'UE. Une des possibilités serait de confier ce rôle au CESR, qui dresserait la liste des sociétés cotées au sein de l'UE et offrirait un lien direct vers la partie dédiée à l'archivage de l'information réglementée sur le site de chaque société cotée.

5. Langue de diffusion de l'information réglementée

Les dispositions de la Directive sur la langue de diffusion de l'information réglementée ne semblent pas créer de difficulté particulière aux acteurs de marché. Ainsi, 89 % n'ont pas d'avis à ce sujet ou estiment que la Directive n'a pas modifié les pratiques de marché. À 59 %, les utilisateurs d'information financière estiment que celle-ci demeure aisément accessible même si elle est diffusée dans une langue usuelle dans la sphère financière (anglais). 56 % des utilisateurs d'information financière déclarent consulter des communiqués de presse ou autres formes d'informations dans des langues autres que l'anglais et 50 % estiment que l'absence d'information financière diffusée en anglais est un obstacle à une décision d'investissement. 42 % des émetteurs pensent que le recours à l'anglais pour la publication d'informations financières a amélioré leur visibilité à l'étranger.

6. Supervision

La perception des acteurs de marché sur la manière dont les autorités de supervision jouent leur rôle est positive. Une cartographie exhaustive des pouvoirs réglementaires et de supervision des autorités compétentes en vertu de la Directive a été publiée par le CESR en juillet 2009 (CESR/09-058).

Les acteurs du marché estiment à 55 % que leur relation avec le régulateur n'a pas changé avec la Directive, et 48 % indiquent que les régulateurs ont édicté un nombre suffisant de recommandations pour permettre aux acteurs de marché de respecter les obligations découlant de la Directive.

Le mode de surveillance et de sanction des obligations de transparence par les autorités de supervision sont jugés appropriés par 46 % des acteurs de marché, tout en soulignant que les investisseurs souhaiteraient qu'elles se montrent plus sévères. Il est intéressant de noter que 50 % des utilisateurs d'information financière n'ont pas une vision claire de l'identité de l'autorité de supervision compétente pour chaque émetteur. Enfin, la manière dont les obligations de la Directive sont transposées et mises en œuvre n'est pas considérée par les émetteurs comme un critère déterminant dans le choix d'établissement de leur siège social.

Bon nombre d'acteurs de marché souligne le manque de transparence dans la procédure d'évaluation du caractère équivalent au sens de la Directive, des régimes de transparence de pays tiers et ses résultats consolidés au niveau de l'UE.

Les acteurs de marché semblent assez indifférents à l'opportunité d'étendre ou pas l'exemption de 10 ans de

publication des rapports semestriels dont bénéficient les émetteurs obligataires cotés avant 2005 (article 30.4). Nous recommandons de laisser s'éteindre l'exemption en 2015, sous réserve d'une identification précise des émetteurs de dette susceptibles d'être affectés et de la réalisation d'une étude d'impact.

7. Impact de la Directive sur l'attractivité du marché unique

Il convient de souligner d'emblée que les acteurs de marché de pays tiers n'ont pas manifesté un grand intérêt pour le fonctionnement du régime de transparence européen créé par la Directive. Leur taux de réponses « sans opinion » au questionnaire en ligne est largement supérieur à celui des participants de l'UE. Au vrai, la connaissance et la compréhension des obligations de la Directive est faible (32 %) et seuls 16 % des émetteurs hors de l'UE estiment que la Directive est suffisamment claire.

Les acteurs de marché non européens qui se sont exprimés n'ont pas une perception très positive de l'accessibilité du Marché Unique.

Les aspects positifs sont principalement soulignés par les investisseurs institutionnels : 66 % d'entre eux (hors UE) estiment que le niveau de transparence de l'actionnariat des sociétés cotées de l'UE est suffisant et qu'ils bénéficient d'un accès satisfaisant aux informations financières diffusées et archivées par ces entreprises. De plus, 55 % estiment que la conformité avec la Directive n'a pas créé de charge administrative supplémentaire. Enfin, les acteurs de marché hors de l'UE ne considèrent pas la langue comme un obstacle à l'accès aux marchés de l'UE.

En revanche, les émetteurs non européens ont une opinion plus tranchée sur l'attractivité des marchés financiers de l'Union. Seuls 14 % estiment disposer de suffisamment de recommandations sur les exigences de la Directive et 77 % aimeraient obtenir davantage d'aide. L'accès aux marchés de l'UE est perçu comme complexe par 63 % d'entre eux (certains évoquent même l'UE comme « le marché le plus complexe du monde »). De plus, 57 % des émetteurs non européens soulignent que les obligations liées à la cotation sur un marché de l'UE sont onéreuses (par exemple, la diffusion des informations réglementées sur l'ensemble du territoire de l'Union est considérée comme excessive). Les investisseurs institutionnels non européens avouent que le cadre juridique créé par la Directive ne les a pas incités à accroître leurs investissements en Europe.

Cependant, les acteurs de marché non européens soutiennent les mesures visant à faciliter l'accès aux marchés de l'Union. Ainsi, 66 % seraient favorables à un formulaire électronique unique pour la notification des franchissements de seuils (77 % n'ont pas connaissance du formulaire standard actuel ou ne pensent pas qu'il soit largement utilisé). Enfin, 89 % soutiennent l'idée de créer un point d'accès européen centralisé à l'information archivée par les émetteurs cotés au sein de l'Union européenne.

Améliorations possibles

Sur la base des résultats du rapport complet, où une information détaillée est disponible, et de ses conclusions sur le fonctionnement de la Directive, les améliorations suivantes peuvent être avancées :

Clarté et pertinence générale de la Directive

1. *Si la Directive (ou certaines de ses dispositions) faisait l'objet d'une harmonisation maximale, un certain nombre de difficultés de mise en œuvre transfrontière seraient résolus, notamment en matière de notification de franchissement de seuils.*
2. *Un régime spécifique pour les PME, limité à des mesures bien identifiées, permettrait de créer un environnement plus favorable aux introductions en Bourse. En particulier un allongement du délai de publication de l'information périodique permettrait de contribuer à une meilleure efficacité du marché. Sans nuire à la protection de l'investisseur, des mesures spécifiques aux PME pourraient inclure des délais plus souples et une exemption de certaines exigences de transparence pour une période transitoire après l'introduction.*
3. *Pour faciliter au quotidien l'application de certaines mesures pratiques décrites dans le rapport et reprises dans ces recommandations, l'adoption de standards harmonisés au sein du CESR (ou des normes contraignantes par son successeur) permettraient aux acteurs du marché de mieux se conformer aux exigences de la Directive. Ces standards complémentaires devraient alors être rigoureusement et uniformément mis en œuvre par les autorités compétentes.*

XVIII

Information périodique

4. *Délai de publication des rapports semestriels : une extension du délai de publication des rapports semestriels améliorerait l'efficacité du marché. Elle pourrait être proposée pour une catégorie pré-déterminée de PME. Une alternative serait de permettre aux émetteurs dont les rapports semestriels sont révisés ou audités par un auditeur externe (sur une base volontaire ou obligatoire) d'obtenir un délai supplémentaire. Un délai de trois mois serait raisonnable.*
5. *Principe de l'Etat membre d'origine : une application plus rigoureuse du principe de l'Etat membre d'origine établi par la Directive permettrait d'éviter une discrimination à l'encontre des entreprises ayant choisi une cotation sur un marché autre que celui de l'Etat membre dans lequel se trouve leur siège social.*
6. *Utilisation de XBRL : avant toute prise de décision ou recommandation sur l'utilisation de XBRL au sein de l'Union européenne, il semble nécessaire de rassembler davantage de retours d'expérience au sein des pays où ce système est utilisé.*

Franchissements de seuils

7. **Une harmonisation maximale de la notification des seuils** : afin de simplifier les règles de franchissements de seuils, plusieurs dispositions de la Directive pourraient évoluer vers une harmonisation maximale. Celle-ci pourrait notamment inclure : la définition de la catégorie d'instruments financiers ou de produits pris en compte dans le calcul du seuil, les exemptions, les délais de notification et d'information ainsi que les niveaux de seuils (initiaux et ultérieurs) et enfin, le contenu de la notification. Pour ces deux derniers points, des options spécifiques pourraient être explicitement admises dans la mesure où elles contribuent au bon fonctionnement du marché unique. Afin de permettre à la Directive de conserver toute sa pertinence dans le temps, des principes de transparence résistants à l'innovation financière pourraient être inclus dans la Directive ; l'harmonisation des seuils et des détails pratiques faisant l'objet de mesures de niveau 2. En résumé, notre recommandation propose une meilleure combinaison des approches fondées sur les principes et sur les règles.
8. **Baisse du seuil initial à 3 %** : à l'occasion de la transposition en droit national de la Directive, plusieurs Etats membres dotés de marchés financiers significatifs ont abaissé le seuil initial en deçà de 5 % sans que cela produise de dysfonctionnement des marchés. Cet abaissement pourrait être reflété dans la Directive afin d'offrir une plus grande transparence, à condition cependant que les seuils actuels d'exemption ne soient pas affectés. Une baisse du seuil initial à 3 % irait dans le sens d'une harmonisation maximale.
9. **Plus de transparence dans le prêt/emprunt de droits de vote (« stock lending »)** : l'application de l'article 9 de la Directive suppose une notification tant de la part du prêteur que de l'emprunteur. L'application de ce principe devrait donc être mieux assurée. S'il existe une volonté de modification de la Directive, la règle générale d'obligation d'information de l'emprunteur pourrait permettre des exemptions spécifiques, telles que celles existant au Royaume-Uni, en Italie ou au Luxembourg pour les transactions de très court terme (emprunt de titres avec dénouement le jour ouvré suivant), tant qu'elles ne portent pas atteinte à la transparence générale. Si nécessaire, sur la base d'analyses quantitatives indépendantes et fiables et d'une étude d'impact, une exemption spécifique pour les transactions en deçà d'un certain pourcentage pourrait être proposée.
10. **Limitation des pratiques de « vote vide » (« empty voting »)** : une plus grande transparence des « votes vides » pourrait être envisagée (avec l'inconvénient que la mise en place d'un régime de transparence créerait un cadre juridique confortant cette pratique). La proposition de notification exigerait que l'exposition économique de tous les actionnaires (au-delà d'un certain seuil) soit notifiée à la date d'enregistrement de l'assemblée générale, si l'exposition économique nette n'a pas été rendue publique lors d'une notification précédente (il ne serait pas exigé de double notification si la seconde notification n'apporte pas d'information complémentaire). Tout changement dans l'exposition économique nette entre la date d'enregistrement et celle de l'assemblée générale devrait être notifié immédiatement. Ce dispositif couvrirait toutes les situations et ne constituerait pas une charge excessive, car une seule notification additionnelle serait exigée (et soumise à des mises à jour limitées). Ce mécanisme permettrait également de prévenir les pratiques de capture de la date d'enregistrement. Une réponse plus directe et plus nette serait de prohiber complètement la pratique du vote vide.

Les instruments juridiques adéquats pourraient alors prévoir la suspension du droit de vote des investisseurs détenant des actions - directement ou indirectement - sur la base d'un prêt de titres ou d'un transfert temporaire de nature similaire.

11. Exigence d'information sur les swaps d'action impliquant un règlement en numéraire (« cashsettled equity swaps ») et sur les produits financiers assimilés : afin de combler le vide de la Directive sur ce sujet, un régime spécifique pourrait être fondé sur les principes suivants :

- Création d'un seuil minimum en deçà duquel aucune notification de dérivés ne serait exigée. Ce seuil pourrait par exemple être fixé à 5 % (le chiffre exact devant être basé sur des données quantitatives indépendantes et fiables et sur une étude d'impact). L'exemption serait sujette (i) au fait que l'acquéreur du dérivé s'engage à ne pas acquérir les titres sous-jacents pour la durée du contrat et sur une certaine période après son arrivée à maturité et (ii) au fait que les transactions impliquant un règlement en numéraire en deçà du seuil soient sujettes à des obligations d'information auprès de l'organisme de supervision (qui fournirait régulièrement des données agrégées au marché).
- Agrégation de tous les dérivés (au-delà du seuil de 5 %) et des titres en vue d'un calcul des seuils et d'une notification en cas de franchissement.
- Les questions portant sur les paniers d'actions et les équivalences entre dérivés et titres sous-jacents devraient être traitées dans des mesures d'application au niveau 2.

Ainsi, par exemple, un investisseur détenant un intérêt financier de 4,5 % par le biais de dérivés à règlement en numéraire et une participation de 4,5 % en actions ne serait pas sujet aux obligations de notification (si le seuil pour les dérivés est fixé à 5 %). En revanche, la notification serait requise si la part des dérivés atteint 5,5 % et celle des actions, 3 %.

XX

12. Introduction d'obligations d'information renforcées en cas de franchissement de seuils significatifs : les seuils applicables devraient être suffisamment élevés pour être pertinents (par exemple, 10 % et 20 %). L'information pourrait comprendre une déclaration indiquant l'intention de l'investisseur (acquisition potentielle du contrôle, volonté de continuer les achats d'actions, volonté de modifier la composition du conseil d'administration ou d'infléchir la stratégie de l'entreprise). Si cela est possible, elle pourrait également comprendre des informations sur les sources de financement de l'investisseur et son horizon temporel d'investissement ainsi que la nature de son investissement (exposition totale ou non aux risques économiques liés aux actions).

13. Création d'un formulaire unique de notification des franchissements de seuils par le biais d'Internet : une simplification substantielle pourrait être obtenue en élaborant un formulaire électronique unique obligatoire pour l'UE, notamment si une harmonisation plus poussée de la Directive et menée à bien. Les spécificités des législations nationales pourraient être prises en compte dans des sous-sections du formulaire commun. La version électronique pourrait être conçue de manière à signaler les erreurs avant validation, et à router directement le formulaire à l'émetteur et à l'autorité compétente.

Diffusion et archivage de l'information financière

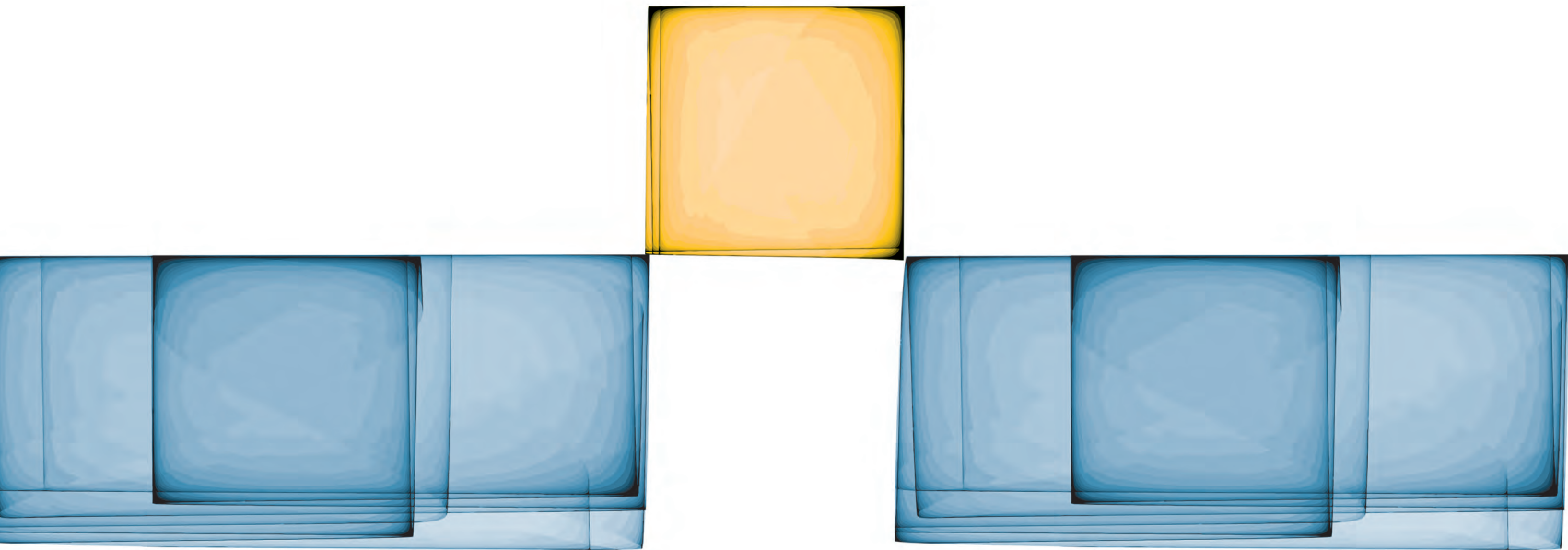
14. **Un accès unique à l'information réglementée dans l'UE** : le temps est venu pour l'UE de mettre en place un point d'accès unique à l'information réglementée archivée, sur la base d'une analyse coût/bénéfice approfondie et tenant compte des avancées technologiques. Une des possibilités serait de créer un point d'accès unique au niveau du CESR avec un lien Internet direct vers une section obligatoire et harmonisée sur le site de chaque émetteur, sur laquelle serait archivée cette information.

Supervision

15. **Equivalence des régimes de transparence de pays tiers** : les régulateurs de marché offriraient une plus grande transparence au marché s'ils rendaient publics : (i) leurs procédures d'examen du caractère équivalent ou non des régimes de transparence de pays tiers et (ii) le résultat de leurs décisions, au moyen d'une liste européenne consolidée de régimes de pays tiers considérés comme équivalents.

16. **Exemption de l'article 30.4 pour les émetteurs de titres de dette** : la Commission pourrait envisager de laisser s'éteindre en 2015 l'exemption de 10 ans pour la publication des états financiers semestriels (article 30.4), et ce après une identification plus précise des émetteurs de dette susceptibles d'être impactés (notamment les émetteurs Euro obligataires ayant des emprunts remboursables après le 1er janvier 2015) et l'évaluation de l'impact d'une telle mesure sur ces émetteurs.







Rapport préparé par :

Fabrice DEMARIGNY

*Associé, Directeur des activités marchés de capitaux
Mazars*

Email : fabrice.demarigny@mazars.com

Christophe CLERC

*Avocat à la Cour, Associé
Marccus Partners*

Email : christophe.clerc@marccuspartners.com

Mazars en quelques mots

Mazars est une organisation internationale, intégrée et indépendante spécialisée dans l'audit, le conseil et les services comptables, fiscaux et juridiques.

www.mazars.com

Marccus Partners en quelques mots

Marccus Partners est un cabinet d'avocats européen, membre du groupe Mazars, spécialisé dans les transactions internationales, les marchés de capitaux, la finance et la fiscalité.

www.marccuspartners.com