

FR

FR

FR



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 27.5.2010
COM(2010)243 final

**RAPPORT DE LA COMMISSION AU CONSEIL, AU PARLEMENT EUROPÉEN,
AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES
RÉGIONS**

**Application de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de
transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont
admises à la négociation sur un marché réglementé**

SEC(2010)611

**RAPPORT DE LA COMMISSION AU CONSEIL, AU PARLEMENT EUROPÉEN,
AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES
RÉGIONS**

**Application de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de
transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont
admis à la négociation sur un marché réglementé**

1. INTRODUCTION

1. Le présent rapport fait le point sur l'application de la directive 2004/109/CE¹ sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (ci-après la directive «transparence») conformément à l'article 33 de ladite directive.
2. La directive «transparence» exige des émetteurs de valeurs mobilières sur les marchés réglementés de l'UE qu'ils garantissent un degré approprié de transparence à l'égard des investisseurs en rendant publiques des informations réglementées et en les diffusant auprès du public dans l'ensemble de l'UE. Ces informations comprennent des rapports financiers, des informations sur la détention de pourcentages importants de droits de vote, ainsi que les informations rendues publiques en application de l'article 6 de la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)².
3. Les objectifs poursuivis par la directive «transparence» sont importants pour les marchés financiers et reconnus par des organismes chargés de fixer des normes internationales tels que l'OICV ou l'OCDE. La crise financière actuelle démontre que la divulgation d'informations exactes, complètes et fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières est essentielle pour apprécier en connaissance de cause les résultats économiques et les actifs de ces émetteurs et par conséquent pour établir une confiance durable des investisseurs dans les marchés de capitaux.
4. Le présent rapport décrit l'impact de la directive «transparence» et la manière dont elle est respectée (point 2); il recense les principaux problèmes résultant de son application (point 3) et tire des conclusions (point 4). Il est complété par un document de travail des services de la Commission qui fournit de plus amples informations sur les problèmes décrits ainsi que sur la manière dont les informations ont été recueillies.

¹ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, JO L390 du 31.12.2004, p. 38. Voir:

² http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_fr.htm
JO L 96 du 12.4.2003, p. 16.

2. IMPACT DE LA DIRECTIVE «TRANSPARENCE» ET RESPECT DE SES DISPOSITIONS

5. D'après l'étude externe sur l'application de la directive «transparence» menée au nom de la Commission³ (ci-après «l'étude externe»), une forte majorité des parties concernées qui ont participé à l'enquête considère que la directive «transparence» est utile au bon fonctionnement du marché. Les parties concernées estiment généralement que les informations réglementées rendues publiques par les émetteurs parviennent bien aux investisseurs, sauf peut-être les informations communiquées par des sociétés cotées de taille moindre.
6. En ce qui concerne les incidences économiques de la directive «transparence» sur les marchés financiers, les recherches menées jusqu'ici ne sont pas concluantes. Il semble en fait que la directive «transparence» est neutre: si elle peut être perçue comme un facteur de simplification pour l'émission sur le marché primaire, on manque d'éléments empiriques pour étayer cette perception.
7. L'examen des pratiques des émetteurs révèle que ces derniers respectent généralement leurs obligations en matière de communication d'informations financières, ce qui correspond à la perception qu'en ont les parties concernées. Les informations financières communiquées sont considérées comme utiles et suffisantes pour les investisseurs. Par ailleurs, la simplification des exigences linguistiques pour la publication d'informations financières introduite en 2004 a été particulièrement bien accueillie.
8. À première vue, le coût de la mise en conformité aux obligations de la directive «transparence»⁴ ne semble pas particulièrement élevé⁵. C'est également la perception qu'en ont les émetteurs, même si les sociétés cotées petites ou moyennes restent pour leur part davantage préoccupées par les coûts liés au respect de la directive. L'introduction de la «règle de l'État membre d'origine»⁶, ainsi que la simplification du régime linguistique pour la publication d'informations financières intervenue en 2004 devraient, en principe, avoir contribué à réduire les coûts des émetteurs. En revanche, les investisseurs transfrontaliers doivent supporter des coûts plus élevés, en raison de l'harmonisation insuffisante des exigences de la directive «transparence».

³ Mazars (décembre 2009), étude sur l'application d'obligations particulières de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. Disponible à l'adresse: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm

⁴ Il faut souligner que ce n'est pas dans la directive «transparence» que figure l'essentiel des exigences (par exemple les normes comptables) relatives au contenu des rapports financiers annuels et semestriels.

⁵ Voir Europe Economics (2008), *Study on the cost of compliance with selected FSAP measures*. Disponible à l'adresse: www.ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm

⁶ Conformément à la «règle de l'État membre d'origine» (cf. article 3, paragraphe 1), les émetteurs sont soumis uniquement aux exigences définies par leur État membre d'origine (normalement, celui ou ils ont été enregistrés) et non aux exigences de l'État membre d'accueil. Cette règle doit éviter aux émetteurs de devoir appliquer deux ensembles de règles, voire plus.

3. EXAMEN DE L'APPLICATION DE LA DIRECTIVE: PROBLEMES APPARUS

9. L'examen de l'application de la directive «transparence» a mis au jour plusieurs problèmes (pour de plus amples informations, voir le document de travail des services de la Commission qui accompagne le présent rapport).
10. Premièrement, la question se pose de savoir s'il faudrait adapter spécifiquement les règles de transparence aux sociétés cotées de taille moindre, afin de maintenir et de renforcer l'attrait des marchés réglementés pour cette catégorie d'émetteurs⁷. Même si les possibilités de simplifier les règles de la directive «transparence» pour les sociétés cotées de taille moindre, et donc de leur faire faire des économies, sont limitées, certaines mesures de simplification pourraient être envisagées sans risque pour la protection des investisseurs, par exemple: (i) prévoir des délais plus souples pour la communication de rapports financiers; (ii) alléger l'obligation de publier des informations financières trimestrielles; (iii) harmoniser le contenu maximal des rapports, ou (iv) faciliter la visibilité transfrontalière des sociétés cotées de taille moindre à l'égard des investisseurs potentiels ou des intermédiaires de l'information tels que les analystes financiers⁸, ce qui renforcerait leur attrait.
11. Deuxièmement, bien que l'exigence de présenter des informations financières trimestrielles introduite en 2004 par la directive «transparence» puisse contribuer à ce que les investisseurs n'aient dans une certaine mesure qu'une vision à court terme de la performance des émetteurs⁹, elle est généralement bien reçue par les acteurs du marché. De même, un allègement de l'obligation de publier des informations trimestrielles ne profiterait très probablement qu'aux sociétés cotées de taille moindre, étant donné que les grandes sociétés continueraient vraisemblablement à publier ce type d'informations. Le marché est au contraire demandeur de règles plus détaillées concernant le contenu des déclarations intermédiaires de la direction, de manière à faciliter la mise en conformité des émetteurs et à rendre prévisibles les informations à communiquer.

⁷ Il faut souligner qu'il existe d'autres marchés que les «marchés réglementés» (au sens de la directive «transparence») où les valeurs mobilières des émetteurs peuvent être négociées. Ces marchés alternatifs sont des systèmes multilatéraux de négociation (MTF) au sens de la directive 2004/39/CE. Les règles de la directive «transparence» ne leur sont pas applicables et, d'après l'étude externe, les parties concernées ne sont pas favorables à une extension de l'application de cette directive aux marchés non réglementés en question. La Commission n'a pas l'intention, à ce stade, de proposer d'étendre le champ d'application de la directive «transparence» aux MTF. Le document de travail des services de la Commission joint au présent rapport contient une explication plus détaillée à ce sujet.

⁸ Voir par exemple F. Demarigny, *An EU-Listing Small Business Act*, mars 2010, disponible à la page: www.eurocapitalmarkets.org. D'après ce rapport, en moyenne 93 % des volumes de transactions sur les marchés réglementés sont concentrés sur 7 % du nombre total de sociétés cotées dans l'UE.

⁹ Cette attitude va à l'encontre d'initiatives récentes de la Commission qui encouragent les établissements financiers et les émetteurs à créer des incitations en faveur d'une vision à plus long terme. La Commission européenne a par exemple recommandé que la rémunération des administrateurs des émetteurs et des établissements financiers tienne compte des performances à long terme des sociétés: voir la recommandation 2009/384/CE de la Commission du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers (JO L 120 du 15.5.2009, p. 22) et la recommandation 2009/385/CE de la Commission du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (JO L 120 du 15.5.2009, p. 28).

12. Troisièmement, l'harmonisation minimale qui caractérise la directive «transparence» autorise les États membres à adopter des exigences plus strictes¹⁰. Sa transposition est donc relativement inégale, du fait de l'existence de régimes nationaux différents. Les parties concernées jugent problématique l'existence d'exigences nationales plus strictes, notamment en ce qui concerne la notification de la détention de pourcentages importants des droits de vote. Il en résulte des difficultés de mise en œuvre réelles et coûteuses. La question se pose donc de savoir si le régime actuel (d'harmonisation minimale) est approprié pour atteindre un niveau efficace d'harmonisation des exigences de transparence dans l'UE.
13. Quatrièmement, il semble que les obligations de la directive «transparence» doivent être adaptées aux innovations des marchés financiers, et qu'il faille introduire des exigences de transparence accrues à l'égard de certains types d'instruments. Il semble notamment que l'insuffisance de l'information sur les pratiques de prêt de titres ait accru le risque du recours au «vote vide» (empty voting), tandis que l'absence d'informations concernant les produits dérivés donnant lieu à un règlement en espèces a aggravé le problème d'opacité quant aux détenteurs des titres de propriété. En ce qui concerne la communication d'informations aux fins du gouvernement d'entreprise, les associations qui représentent les émetteurs dans l'UE sont favorables à l'introduction de mécanismes permettant aux émetteurs d'identifier l'investisseur final, de manière à pouvoir engager un véritable dialogue entre actionnaires et émetteurs. De plus, même dans les cas où les actionnaires détenant des pourcentages importants de droits de vote sont connus, des voix se font entendre en faveur d'un renforcement des exigences relatives à la publication d'informations pour les participations importantes. Dans certains États membres, il est déjà demandé aux gros investisseurs de communiquer leurs intentions en ce qui concerne leurs participations et la manière dont ils ont financé leur acquisition. La question de savoir si les gros investisseurs (notamment institutionnels) devraient faire connaître leurs politiques de vote dans les sociétés cotées s'inscrit dans la même problématique.
14. Cinquièmement, outre la publication de rapports financiers imposée par la directive «transparence», le droit de l'UE exige (ou, le cas échéant, recommande) que les sociétés cotées procèdent à des communications périodiques de nature non financière (mais liées au gouvernement d'entreprise), généralement en liaison avec le rapport financier annuel, telles que la «déclaration sur le gouvernement d'entreprise»¹¹. La question de savoir si la communication d'informations non financières devrait être intégrée dans le régime de la directive «transparence» dans un souci de simplification des exigences actuelles a été soulevée.

¹⁰ Les services de la Commission se sont penchés sur la question des exigences nationales plus strictes en 2008 et ont élaboré à ce sujet un document contenant des informations détaillées, qu'il convient de considérer comme un complément au présent rapport. Voir le document de travail des services de la Commission intitulé *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, SEC(2008)3033 du 10.12.2008.

¹¹ Article 46 *bis* de la quatrième directive 78/660/CEE du Conseil du 25 juillet 1978 concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, modifiée par la directive 2006/46/CE (JO L 224 du 16.8.2006, p. 1).

15. Une question connexe porte sur la publication de données environnementales, sociales et de gouvernance (ESG)¹² par les sociétés cotées. Certaines parties concernées (des organisations non gouvernementales, certaines associations d'investisseurs) exigent régulièrement que la législation européenne soit améliorée et renforcée en ce qui concerne la publication de données ESG. Elles voient dans la directive «transparence» un instrument approprié pour que ces données soient publiées parallèlement aux obligations d'information financière qui incombent aux sociétés cotées, et pour remédier à certaines lacunes perçues dans les règles et les pratiques actuelles en matière de publication de données ESG.
16. Sixièmement, les progrès dans l'établissement d'un système paneuropéen de stockage d'informations réglementées, qui faciliterait l'accès des investisseurs aux informations, sont lents¹³ et l'impact de la directive à cet égard est insuffisant: les parties concernées doivent parcourir 27 bases de données nationales différentes et le réseau électronique qui les interconnecte n'est qu'à un premier stade de développement, avec des résultats plutôt modestes jusqu'ici. Cela soulève la question de savoir si les mécanismes de stockage prévus par la directive, tels qu'ils sont conçus actuellement, sont à même de jouer le rôle de «passerelle d'accès» aux informations financières historiques sur les sociétés cotées à un échelon paneuropéen.
17. Enfin, même en l'absence de problème majeur de respect des dispositions, l'examen de l'application de la directive «transparence» montre que certaines adaptations techniques du texte de la directive permettraient d'en améliorer la clarté.

4. CONCLUSIONS

18. L'examen de l'application de la directive «transparence» montre que le régime créé par la directive pourrait être amélioré à certains égards, notamment par la simplification des règles applicables aux sociétés cotées de taille moindre, en vue de rendre les marchés de capitaux plus attractifs pour celles-ci. Il convient aussi d'améliorer la visibilité transfrontalière des sociétés cotées de taille moindre à l'égard des investisseurs potentiels et des analystes, afin d'augmenter en fin de compte les volumes d'échanges de titres de ces petits émetteurs. Des mesures susceptibles d'être prises dans le cadre de la directive «transparence» pourraient contribuer à cet objectif: par exemple, le fait de prévoir des délais plus souples pour la communication des rapports financiers par les petits émetteurs renforcerait leur

¹² Il n'existe pas de définition précise des données ESG à des fins réglementaires, ni de délimitation claire du champ qu'elles couvrent. Il semble toutefois que la communication de données ESG pourrait être intégrée au débat plus vaste sur la responsabilité sociale des entreprises (RSE). La Commission a défini la RSE comme «un concept qui désigne l'intégration volontaire, par les entreprises, de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes». Voir la communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil et Comité économique et social européen intitulée «Mise en œuvre du partenariat pour la croissance et l'emploi: faire de l'Europe un pôle d'excellence en matière de responsabilité sociale des entreprises», COM (2006) 136 final du 22 mars 2006.

¹³ Voir la recommandation 2007/657/CE de la Commission du 11 octobre 2007 concernant le réseau électronique reliant les mécanismes officiellement désignés pour le stockage centralisé des informations réglementées, visé dans la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, JO L 267 du 12.10.2007, p. 16.

visibilité, étant donné que ces derniers ne publieraient plus leurs résultats en même temps que les gros émetteurs; une harmonisation du contenu maximal et de la présentation des rapports en faciliterait la lecture et la comparaison par les investisseurs et les analystes. Dans ce contexte, l'examen de l'application de la directive «transparence» montre aussi qu'il serait souhaitable, pour rendre plus visibles et attractives les sociétés cotées de taille moindre, de faciliter encore l'accès des investisseurs potentiels et des intermédiaires de l'information, à un échelon paneuropéen, aux informations financières communiquées par les petits émetteurs et stockés via les mécanismes officiellement désignés pour le stockage des informations réglementées.

19. L'examen de l'application de la directive «transparence» indique par ailleurs la nécessité d'une convergence accrue des règles relatives à la publicité des données concernant la détention de pourcentages importants de droits de vote et d'instruments financiers ouvrant l'accès à des droits de vote (notamment les instruments dérivés donnant lieu à un règlement en espèces), ainsi que la possibilité de simplifier les exigences imposées aux émetteurs en matière de communication d'informations dans le cadre plus large du gouvernement d'entreprise. À cet égard, le rapport fait également état des préoccupations de certaines parties concernées en ce qui concerne la publication d'informations environnementales et sociales.

20.