



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 25.10.2011
SEC(2011) 1280 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

Accompagnant le document

Proposition de

Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant 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 et la directive 2007/14/CE de la Commission

{COM(2011) 683 final}
{SEC(2011) 1279 final}

1. INTRODUCTION

La directive «transparence»¹ (ci-après la «directive») impose aux émetteurs de valeurs mobilières négociées sur des marchés réglementés dans l'Union européenne («UE») d'assurer aux investisseurs une transparence appropriée en rendant publiques et en diffusant les informations réglementées² au public.

Cinq ans après l'entrée en vigueur de la directive, la Commission a publié un rapport³ qui en évalue les effets. Le rapport a reconnu l'utilité de la directive pour assurer le bon fonctionnement du marché, tout en attirant l'attention sur certains domaines susceptibles d'amélioration.

En 2010, la Commission a lancé une consultation publique sur la modernisation de la directive. Les principaux problèmes soulevés étaient l'attrait des marchés réglementés pour les petits et moyens émetteurs (PME) et les moyens d'améliorer le régime applicable à la détention de pourcentages importants de droits de vote.

Les réponses reçues à la consultation publique reflètent une diversité d'avis sur la possibilité d'améliorer la situation des PME en modifiant la directive. En ce qui concerne la détention de droits de vote, la consultation publique a révélé un consensus sur la nécessité d'ajouter l'obligation de notifier la détention de produits dérivés à dénouement monétaire⁴ et d'accroître le niveau d'harmonisation dans ce domaine. En outre, une plus grande clarté a été réclamée dans certains domaines techniques.

Enfin, en 2010, la Commission s'est accordée avec le Parlement européen pour évaluer la faisabilité d'imposer à certaines sociétés de communiquer des informations financières essentielles sur leurs activités dans des pays tiers⁵. Une analyse d'impact distincte sur cette question a conclu à la nécessité de modifier la directive «transparence» et les directives comptables⁶ pour y inclure une nouvelle exigence à cet égard.

2. DEFINITION DU PROBLEME

Les problèmes du régime existant qui ont été répertoriés peuvent être regroupés en deux catégories principales: a) les problèmes qui se posent aux PME; b) les exigences relatives à la notification de la détention de pourcentages importants de droits de vote.

¹ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004.

² Le terme «informations réglementées» englobe les informations financières annuelles, semestrielles et trimestrielles, les informations actualisées sur la détention de pourcentages importants de droits de vote et les informations ad hoc rendues publiques en application de la directive «abus de marché» (directive 2003/6/CE).

³ COM(2010) 243 final du 27 mai 2010. Le rapport était accompagné d'un document des services de la Commission, plus détaillé [SEC(2010)61].

⁴ On parle de produits dérivés sur actions à dénouement monétaire dans le cas de transactions liées à des actions dont le règlement se fait par paiement en trésorerie, sans aucune livraison physique de l'action sous-jacente.

⁵ <http://register.consilium.europa.eu/pdf/fr/10/st15/st15650-ad01.fr10.pdf>

⁶ La quatrième directive 78/660/CEE du Conseil sur les comptes annuels et la septième directive 83/349/CEE du Conseil sur les comptes consolidés.

2.1. Problèmes répertoriés en rapport avec les PME

Il n'existe pas de définition légale des PME dans l'UE. Lorsque le terme PME est utilisé dans le présent document, il renvoie aux concepts nationaux existants utilisés dans les États membres.

Améliorer l'environnement réglementaire des PME et faciliter leur accès aux capitaux sont des priorités politiques de premier ordre pour la Commission⁷. Bien que les exigences de transparence ne soient pas considérées comme la seule source de problèmes auxquels sont confrontées les PME, elles alourdissent encore leurs coûts de mise en conformité pour accéder à la cotation sur les marchés réglementés, contribuent à leur faible visibilité pour les analystes et les investisseurs et favorisent la culture du court terme.

2.1.1. Des coûts de mise en conformité élevés pour les PME

L'objectif de la directive est de fournir au marché des informations exactes, complètes et aux moments adéquats. Les émetteurs sont tenus de publier des informations annuelles, semestrielles et trimestrielles⁸. La directive impose l'exigence minimale de publier des déclarations intermédiaires de la direction, trimestrielles, dont le contenu est limité. Toutefois, de nombreux États membres exigent la publication d'éléments supplémentaires. Pour les PME, les coûts qu'entraîne la publication des informations financières trimestrielles sont relativement élevés, alors que l'utilité de cette obligation n'apparaît pas clairement.

De plus, le respect des délais stricts imposés pour la publication de rapports semestriels, ainsi que la complexité du contenu et des types d'informations à publier dans les parties descriptives des rapports, peuvent également être coûteux pour les émetteurs et nécessiter beaucoup de ressources de leur part.

2.1.2. L'importance accordée aux résultats à court terme

La nécessité de publier des informations financières trimestrielles peut exercer, sur la direction des sociétés, une pression à afficher des bénéfices trimestre après trimestre. La publication d'informations trimestrielles risque aussi d'être perçue comme une incitation des autorités réglementaires aux investisseurs à se concentrer sur les performances à court terme des sociétés au détriment d'une analyse à plus long terme.

2.1.3. Perte de visibilité pour les PME

Le délai à court terme imposé pour les rapports semestriels (deux mois après la fin de la période couverte par le rapport) crée à la fin du second mois un goulet d'étranglement qui perturbe le marché, surcharge d'informations financières les investisseurs et les analystes et accentue leur tendance à limiter leur attention aux plus grandes sociétés occupant une place de premier plan sur le marché, et à ne prêter que peu d'intérêt aux PME. Ceci se vérifie

⁷ Communication de la Commission intitulée: «Vers un Acte pour le Marché unique. Pour une économie sociale de marché hautement compétitive. 50 propositions pour mieux travailler, entreprendre et échanger ensemble», COM(2010) 608 final, et communication de la Commission intitulée «L'Acte pour le marché unique. Douze leviers pour stimuler la croissance et renforcer la confiance. Ensemble pour une nouvelle croissance», COM(2011)206 final.

⁸ Soit des rapports financiers trimestriels, soit des déclarations intermédiaires de la direction, la dénomination générale utilisée étant «informations financières trimestrielles».

notamment pour la majorité des émetteurs européens, dont l'exercice comptable correspond à l'année civile et pour lesquels ce délai tombe par conséquent à la fin du mois d'août. Cette situation contribue à la faible visibilité des PME pour les investisseurs et les analystes.

Les difficultés auxquelles se heurtent les investisseurs pour accéder aux informations publiées, en raison de l'interconnexion insuffisante des différents mécanismes nationaux de stockage, sont une autre cause de la visibilité limitée dont jouissent les PME.

2.1.4. Problèmes concernant la notification de la détention de pourcentage importants de droits de vote

La directive impose aux émetteurs d'avertir le marché lorsqu'ils acquièrent ou cèdent des actions admises à la négociation sur un marché réglementé auxquelles des droits de vote sont attachés, autrement dit, de notifier le pourcentage de droits de vote détenus chaque fois que ce pourcentage atteint, dépasse ou tombe en dessous des seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % et 75 %. Deux problèmes ont été mis au jour en ce qui concerne le régime actuel: l'opacité quant à la détention de la propriété, due aux lacunes des règles de notification, et la divergence des règles de notification entre les États membres.

2.1.5. La possibilité d'une acquisition secrète de la propriété

Depuis l'adoption de la directive, l'utilisation de produits dérivés à dénouement monétaire s'est considérablement répandue sur les marchés. Les instruments de ce type peuvent servir à acquérir et exercer une influence sur une société cotée ou pour accumuler secrètement une participation dans une société (plusieurs exemples d'un tel comportement ont été rapportés⁹). Or, ils ne sont pas couverts actuellement par les règles de la directive en matière d'information. Cette lacune peut entraîner des abus de marché, une inefficacité du mécanisme de formation des prix et la pratique du «vote vide», avec pour corollaires un affaiblissement de la confiance des investisseurs et un décalage entre les intérêts des investisseurs et les intérêts à long terme des sociétés elles-mêmes.

2.1.6. Des règles de notification divergentes entre les États membres, entraînant une aggravation du risque de responsabilité et du risque réglementaire et des coûts de mise en conformité élevés pour les investisseurs transfrontières

Les divergences entre les règles de notification des États membres, en ce qui concerne notamment l'agrégation des actions détenues aux instruments financiers détenus, augmentent les coûts et sont une source d'insécurité juridique pour les investisseurs actifs dans un cadre transfrontière. Le fait que les actions détenues ne soient pas agrégées aux instruments financiers détenus entraîne aussi une réduction de la transparence dans certains États membres.

3. SUBSIDIARITE

Les articles 50 et 114 du TFUE donnent à l'UE le droit d'agir dans ce domaine. Tous les problèmes répertoriés concernent le marché des capitaux de l'UE dans sa totalité; par conséquent, pour être efficaces, les modifications doivent intervenir au niveau de l'UE.

⁹ Exemples: LVMH/Hermes, Porsche/VW, Schaeffler/Continental.

De plus, les problèmes touchant les PME qui ont été décrits résultent de la législation de l'UE et des États membres, et ne peuvent être résolus qu'en modifiant la législation de l'UE. Enfin, seul un instrument adopté au niveau de l'UE garantirait l'application par tous les États membres d'un même cadre réglementaire fondé sur les mêmes principes, mettant fin ainsi à la fragmentation actuelle de l'approche réglementaire suivie à propos de la notification des participations importantes.

4. OBJECTIF(S)

Les mesures envisagées devraient simplifier certaines obligations pour contribuer à rendre les marchés réglementés intéressants pour les PME, et devraient améliorer la clarté juridique et l'efficacité du régime de transparence en ce qui concerne la publication d'informations sur la propriété des sociétés.

5. OPTIONS STRATEGIQUES: ANALYSE DES INCIDENCES ET COMPARAISON

Pour atteindre les objectifs énoncés ci-dessus, la Commission a conçu, analysé et comparé différentes options afin d'établir lesquelles apportent des solutions satisfaisantes aux problèmes recensés. Ces options sont présentées ci-après.

5.1. Options visant à permettre une souplesse accrue quant à la fréquence et au moment de la publication des informations financières périodiques des PME

- (1) *Statu quo* – cette option ne permettrait pas d'atteindre les objectifs et est par conséquent écartée.
- (2) *Supprimer l'obligation de présenter des informations financières trimestrielles pour les PME* – Cette option réduirait à la fois les coûts supportés par les PME et les incitations réglementaires susceptibles d'encourager une vision à court terme. Toutefois, l'introduction de régimes différenciés en fonction de leur taille pour les sociétés cotées sur des marchés réglementés pourrait semer la confusion chez les investisseurs et risque d'entraîner une perte de visibilité pour les PME. Cette option est dès lors écartée.
- (3) *Supprimer l'obligation, pour les PME, de présenter des rapports financiers trimestriels pendant les trois premières années suivant leur admission à la négociation* – Bien qu'elle allège la pression immédiate sur les PME, cette option ne ferait que reporter les coûts. L'introduction de régimes différenciés pour les sociétés cotées sur des marchés réglementés en fonction de leur taille et de leur âge pourrait être une source de confusion pour les investisseurs. Cette option est par conséquent écartée.
- (4) *Supprimer l'obligation de présenter des rapports financiers trimestriels pour toutes les sociétés cotées* – Cette option réduirait les coûts de mise en conformité qui pèsent sur les sociétés. La réduction moyenne estimée de ces coûts, à l'exclusion des coûts liés à la préparation des informations trimestrielles va de 2 000 EUR à 60 000 EUR par an et par émetteur en ce qui concerne les PME, et de 35 000 EUR à 250 000 EUR par an et par émetteur pour les gros émetteurs. La réduction des coûts afférents au personnel employé pour la préparation de ces informations n'a pas pu être estimée en

termes monétaires pour les PME: cette réduction varie fortement d'un émetteur à l'autre, de 8 à 30 jours-personnes par an. Pour les gros émetteurs, la réduction maximale totale des coûts (y inclus les coûts liés au personnel employé dans la préparation de ces rapports) pourrait être estimée à un maximum de 2 milliards d'euros par an et par émetteur. Cette option devrait permettre aux PME de recentrer l'utilisation de leurs ressources sur la publication du type d'informations qui convient le mieux à leurs investisseurs. Cette option devrait réduire la pression à court terme sur les émetteurs et inciter les investisseurs à adopter une vision à plus long terme. Elle ne devrait pas avoir d'incidence négative sur la protection des investisseurs. Celle-ci est déjà suffisamment garantie par la publication obligatoire des résultats semestriels et annuels, ainsi que par les exigences en matière de communication d'informations imposées par les directives «abus de marché» et «prospectus»¹⁰. Ainsi, les investisseurs devraient être dûment informés d'événements importants et de faits susceptibles d'influencer le prix des actions sous-jacentes, indépendamment des informations trimestrielles prévues dans la directive. Il ne semble donc pas nécessaire d'imposer la publication de déclarations intermédiaires de la direction dans la législation. Pour être efficace, cette option devrait aussi empêcher les États membres d'imposer, dans leur législation nationale, la publication d'informations trimestrielles. Les sociétés devraient avoir la faculté de publier des informations trimestrielles si elles le souhaitent.

- (5) *Prolonger, pour toutes les sociétés cotées, le délai de publication des informations semestrielles jusqu'à trois mois après la fin de la période couverte* – Cette mesure permettrait aux PME de réaliser certaines économies, mais les avantages les plus importants seraient non monétaires. Les émetteurs auraient plus de temps pour rédiger leurs rapports, dont la qualité serait ainsi améliorée. Cette option aurait aussi des effets positifs sur la visibilité des PME, étant donné qu'ils seraient en mesure de planifier la publication de leurs rapports plus facilement, de manière à éviter qu'ils ne sortent en même temps que les rapports des grandes sociétés cotées. Les analystes et investisseurs auraient ainsi plus de temps disponible pour s'intéresser aux résultats semestriels des PME.
- (6) *Prolonger, pour les PME, le délai de publication des informations semestrielles jusqu'à trois mois après la fin de la période couverte* – Cette option aurait des effets positifs sur la visibilité des PME. Toutefois, l'introduction de régimes différenciés pour les sociétés cotées sur des marchés réglementés en fonction de leur taille pourrait être une source de confusion pour les investisseurs. Cette option est par conséquent écartée.

5.2. Options visant à simplifier les parties descriptives des rapports financiers pour les PME

- (7) *Statu quo* – cette option ne permettrait pas d'atteindre les objectifs et est par conséquent écartée.
- (8) *Harmoniser le contenu descriptif maximal des informations financières pour les PME au niveau de l'UE* – Une standardisation du contenu des rapports risque

¹⁰ La directive 2003/6/CE et la directive 2003/71/CE.

d'entraîner une augmentation des coûts de mise en conformité pour les PME établies dans les États membres où les exigences sont actuellement faibles. En revanche, cette option faciliterait la comparabilité des informations financières dans l'ensemble de l'UE. Toutefois, si, pour faire réaliser des économies aux émetteurs, le niveau minimal du contenu était fixé trop bas au niveau de l'UE, des conséquences négatives pourraient en résulter pour les investisseurs. Cette option est donc écartée.

- (9) *Demander à l'AEMF¹¹ de préparer des orientations non contraignantes (modèles) concernant le contenu descriptif des rapports financiers pour toutes les sociétés cotées* – Cette option permettrait à l'AEMF de proposer un modèle assurant une réduction des coûts. Elle faciliterait aussi la comparabilité des informations pour les investisseurs et pourrait accroître la visibilité transfrontière des PME. Elle comporterait certains coûts non récurrents à charge de l'AEMF.
- (10) *Demander aux États membres de préparer des modèles ou des orientations non contraignants sur le contenu des parties descriptives des rapports* – Cette option permettrait aux États membres d'adapter le contenu des rapports à leur marché national. En revanche, elle ne faciliterait pas la comparabilité transfrontière des informations. Cette option est donc écartée.

5.3. Options visant à combler les lacunes dans les exigences de notification en ce qui concerne la détention de pourcentages importants de droits de vote

- (1) *Statu quo* – cette option ne permettrait pas d'atteindre les objectifs et est par conséquent écartée.
- (2) *Régime large: extension du régime d'information à tous les instruments d'effet économique comparable à la détention d'actions et de droits d'acquies des actions* – Cette option couvrirait les produits dérivés à dénouement monétaire ainsi que tout instrument financier analogue qui verrait le jour dans le futur. Dans la majorité des réponses à la consultation, elle était considérée comme une solution aux problèmes décrits ci-dessus. Elle aurait des effets positifs puissants sur la protection et la confiance des investisseurs. Le nouveau régime d'information couvrant tous les types d'instruments financiers équivalents à la propriété d'action pourrait entraîner une hausse des coûts organisationnels et de mise en conformité pour les détenteurs de produits dérivés à dénouement monétaire (les coûts non récurrents maximaux estimés vont de 100 000 EUR à 600 000 EUR par détenteur de ces instruments, mais ils ne concerneraient que les investisseurs qui en détiennent une quantité importante). Les coûts récurrents n'ont pas pu être estimés, étant donné qu'ils varieraient en fonction de l'augmentation effective du nombre de notifications par détenteur. Toutefois, d'après l'expérience acquise au Royaume-Uni, qui a déjà mis en place ce type de régime en 2009, on estime que l'augmentation du nombre de notifications est limitée.
- (3) *Approche limitative: pas de notification requise lorsque les critères de la «sphère de sécurité» sont remplis* – Cette option imposerait la notification de tous les instruments donnant accès aux droits de vote sous-jacents, sauf si certains critères

¹¹ Autorité européenne des marchés financiers.

spécifiés sont remplis. Elle laisserait aux investisseurs la possibilité de contourner la finalité de l'obligation d'information. Cette option est donc écartée.

5.4. Options visant à éliminer les divergences dans les exigences de notification afférentes aux participations importantes

- (1) *Statu quo* – cette option ne permettrait pas d'atteindre les objectifs et est par conséquent écartée.
- (2) *Harmoniser le régime d'information sur la détention de pourcentages importants de droits de vote en exigeant l'agrégation des actions détenues avec les instruments financiers détenus donnant accès à des actions (notamment les produits dérivés à dénouement monétaire)* – Cette option harmoniserait la méthode utilisée pour calculer les seuils mais pas les seuils eux-mêmes, créant ainsi une approche uniforme qui réduirait l'insécurité juridique, renforcerait la transparence, simplifierait les investissements transfrontières et augmenterait l'attrait des marchés de capitaux dans l'UE. La réduction estimée des coûts récurrents pour les investisseurs transfrontières est de 77 000 EUR par an et par opérateur. Cette option risque cependant de générer certains coûts supplémentaires liés aux notifications additionnelles requises dans les États membres où il n'existe pas actuellement d'obligation d'agrégation.
- (3) *Harmoniser le régime d'information sur la détention de pourcentages importants de droits de vote en exigeant trois régimes d'information distincts: un pour la détention d'actions, un pour les instruments financiers donnant accès à des actions et un pour les produits dérivés à dénouement monétaire* – Cette option créerait un régime uniforme mais peut avoir des effets négatifs sur la protection et la confiance des investisseurs. Elle est donc écartée.
- (4) *Harmoniser le régime d'information sur la détention de pourcentages importants de droits de vote en harmonisant les seuils de notification* – La majorité des répondants ne considèrent pas que les seuils de notification des droits de vote constituent un problème important. En outre, les seuils de notification semblent difficiles à harmoniser en raison des différences que présentent les populations d'actionnaires d'un État membre à l'autre. Cette option est donc écartée.

6. L'INSTRUMENT A UTILISER ET LES ASPECTS DE TRANSPOSITION ET DE MISE EN CONFORMITE

Seul un instrument juridiquement contraignant garantirait l'application du même cadre réglementaire, fondé sur les mêmes principes, dans tous les États membres. Une directive permettrait une harmonisation maximale dans certains domaines, tout en laissant aux États membres une certaine souplesse pour que leur situation spécifique puisse être prise en compte dans d'autres domaines.

Afin d'assurer une meilleure mise en œuvre de la directive, et dans le prolongement de la communication de la Commission intitulée «Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers»¹², il faudrait aussi améliorer le cadre de sanctions existant.

¹² Communication de la Commission du 9 décembre 2010, COM(2010) 716 final.

7. SUIVI ET EVALUATION

La Commission contrôlera la manière dont les États membres mettront en œuvre la directive. Le cas échéant, ses services leur proposeront une assistance. L'évaluation de l'impact de l'application des mesures législatives devrait intervenir six ans après leur entrée en vigueur. La Commission contrôlera l'application de la directive modifiée par l'intermédiaire de l'AEMF et par un dialogue soutenu avec les principales parties intéressées.