



Association Nationale des Sociétés par Actions

39 rue de Prony – 75017 Paris
Tél. 01 47 63 66 41 Fax 01 42 27 13 58 - <http://www.ansa.fr> - ansa@ansa.fr

2015 – III
Juin 2015

n° 15-029

NEWSLETTER - EUROPE

(1) Régulation financière

(1.1) « Capital Markets Union »

La Commission européenne a lancé le 18 février 2015 (jusqu'au 13 mai 2015) une consultation publique sur la réalisation d'une Union des Marchés de Capitaux (UMC).

La Commission devrait présenter un plan d'action à l'automne 2015, ainsi que les premières propositions législatives susceptibles de produire des effets à court terme : revitalisation du marché européen de la titrisation, mise en place d'exigences de capitaux propres et de solvabilité plus réalistes, modification radicale de la directive prospectus visant à simplifier les exigences pour les PME et à faciliter les émissions secondaires. La Commission devrait également faire des propositions visant à modifier la directive *Solvency II* et à créer une classe d'actifs spécifiques pour les investissements dans les infrastructures. La Commission devrait enfin publier d'ici la fin de l'année 2015 un Livre vert visant à promouvoir les services financiers de détail et recensant les barrières à la libre circulation et à la protection des investisseurs.

Pour les réponses de l'ANSA à la consultation de la Commission voir en Annexe 1.

(1.2) Réexamen de la directive Prospectus

La Commission européenne a lancé le 18 février 2015 en même temps que la consultation sur l'UMC, une consultation sur le réexamen de la directive prospectus 2010/73/UE du 24 novembre 2010, modifiant la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003. Cette directive fixe les obligations imposées aux sociétés qui offrent au public des titres financiers. Ce réexamen s'inscrit dans le cadre du Livre vert, publié le même jour, sur l'Union des marchés de capitaux.

La consultation de la Commission porte sur les trois aspects suivants :

- le champ d'application du prospectus et la responsabilité qui lui est attachée,
- le contenu du prospectus,
- l'approbation du prospectus par les autorités de supervision nationales.

Pour les réponses de l'ANSA à la consultation de la Commission voir Communication ANSA n° 15-027 diffusée séparément.

(1.3) « Better Regulation »

La Commission européenne a annoncé le 19 mai 2015 un programme pour une meilleure réglementation (« *Better Regulation* ») qui vise à renforcer la transparence du processus décisionnel de l'UE et à améliorer la qualité de la nouvelle législation en procédant notamment à des analyses d'impact plus approfondies des projets d'actes législatifs.

Pour une analyse détaillée des propositions de la Commission voir en Annexe 2.

(2) Droit Boursier

(2.1) MiFiR/ MiFiD II - mesures de niveau 2

L'ESMA a publié le 19 décembre 2014 son avis sur les actes délégués que la Commission doit adopter dans un délai de 30 mois après l'entrée en vigueur du règlement MiFiR et de la directive MiFiD.

L'ESMA a publié le même jour un document de consultation sur les projets de normes techniques de réglementation qu'elle aurait dû soumettre à la Commission en juin 2015 (l'ESMA a obtenu un délai jusqu'en septembre 2015) et sur les projets de normes techniques d'exécution qu'elle doit transmettre à la Commission en décembre 2015.

La finalisation des projets de normes achoppe sur la question du choix de la méthodologie (approche par classe d'instruments financiers ou approche instrument par instrument) pour déterminer la liquidité et la transparence notamment des marchés obligataires.

Les aspects qui intéressent plus particulièrement les émetteurs concernent :

- la transparence pré et post négociation et les exemptions à cette exigence,
- l'obligation de négociation des actions sur les plateformes organisées,
- l'accès aux données de marché sur une base commercialement raisonnable,
- le régime applicable aux PME.

Pour une analyse complète, voir en Annexe 3.

(2.2) MAR/ MAD - mesures de niveau 2

L'ESMA a publié le 11 juillet 2014 un projet d'avis sur un certain nombre d'actes délégués (concernant plus particulièrement les indicateurs de manipulation de marché, la détermination des autorités compétentes aux fins de notification des infractions, les transactions des dirigeants) et un projet de standards techniques concernant notamment les programmes de rachat, les pratiques de marché admises et les listes d'initiés. La période de consultation a été ouverte du 15 juillet au 15 octobre 2014.

L'ESMA dispose de 8 mois à partir de l'entrée en vigueur du règlement pour remettre son avis technique à la Commission européenne et de 12 mois pour lui soumettre les normes techniques (3 juillet 2015).

Si la plupart des propositions de niveau 2 de l'ESMA ne soulève pas de remarques particulières, celles concernant le report de la divulgation de l'information privilégiée et l'établissement de la liste d'initiés remettraient en question les pratiques existantes.

Pour une analyse détaillée des mesures de niveau 2, voir en Annexe 4.

(3) Droit des sociétés

La proposition de la Commission européenne du 9 avril 2014 modifiant la directive 2007/36/CE sur les droits des actionnaires a fait l'objet d'un compromis politique au conseil le 25 mars 2015. Le vote du PE en plénière devrait intervenir le 9 juillet 2015. Le résultat de ce vote est incertain : il reviendra donc à la plénière et non plus à la Commission JURI d'engager et de conduire les négociations au sein du trilogue, en vue de parvenir à un accord sur un texte commun qui serait adopté en première lecture.

Pour une analyse détaillée, voir en Annexe 5.

UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

La Commission européenne a lancé le 18 février 2015 (jusqu'au 13 mai 2015) une consultation publique sur la réalisation d'une Union des Marchés de Capitaux (UMC). L'UMC vise à «améliorer l'accès au financement pour toutes les entreprises (en particulier les PME) ; «développer et diversifier les sources de financement offertes par les investisseurs et à rendre le fonctionnement des marchés plus efficace et plus efficient ».

Le Commissaire Hill a annoncé le 8 juin 2015 les résultats de cette consultation qui a donné lieu à plus de 700 réponses. Celle-ci confirmerait, selon le Commissaire, les choix et les priorités retenus par la Commission et la méthode proposée d'une approche graduelle. La Commission devrait présenter un plan d'action à l'automne 2015, ainsi que les premières propositions législatives susceptibles de produire des effets à court terme : revitalisation du marché européen de la titrisation, mise en place d'exigences de capitaux propres et de solvabilité plus réalistes, modification radicale de la directive prospectus visant à simplifier les exigences pour les PME et à faciliter les émissions secondaires. La Commission devrait également faire des propositions visant à modifier la directive *Solvency II* et à créer une classe d'actifs spécifiques pour les investissements dans les infrastructures. La Commission devrait enfin publier d'ici la fin de l'année 2015 un Livre vert visant à promouvoir les services financiers de détail et recensant les barrières à la libre circulation et à la protection des investisseurs

La réponse de l'ANSA à la consultation de la Commission s'inscrit dans le cadre de celle donnée par *EuropeanIssuers*, tout en la complétant sur certains aspects.

Les propositions de la Commission suscitent tout d'abord des remarques d'ordre général sur la faisabilité et le contenu de l'intégration des marchés de capitaux (1). Elles appellent, de la part des émetteurs, une réponse spécifique à certaines des questions posées, dont l'orientation générale est soumise au conseil pour validation (2).

(1) Remarques d'ordre général

Tout d'abord, la diversité des besoins de financement de l'économie s'accommode mal d'un schéma d'intégration qui ne prend pas en compte cette diversité. S'agissant notamment des PME, si certaines d'entre elles ont besoin d'accéder à un marché unifié, la plupart n'ont pas besoin de rechercher des financements en dehors de leurs frontières. Il y a donc place, à côté d'une certaine harmonisation communautaire, pour le maintien d'une régulation moins exigeante au niveau national (voir ci-dessous détail des mesures proposées pour les PME).

Par ailleurs, l'objectif d'une véritable union des marchés de capitaux ne peut, de manière réaliste, être envisagé même à moyen terme. Une telle « union » suppose notamment des règles uniformes sur les instruments financiers, les marchés et les émetteurs ainsi que la mise en place d'un superviseur unique, ce qui n'est pas envisageable même à l'horizon de cinq ans proposé par la Commission.

Le Livre vert de la Commission pêche par ailleurs par insuffisance, tant sur les objectifs poursuivis que sur la méthode proposée.

S'agissant des objectifs, la Commission laisse un certain nombre de questions sans réponse. L'intégration des marchés de capitaux ne se réduit pas en effet, comme le laisse entendre le Livre Vert, à un allègement du poids de la réglementation existante.

Ainsi, le poids de l'intermédiation bancaire en Europe (par opposition aux USA) rend l'objectif de réalisation de la CMU plus aléatoire. Tout au plus peut-on envisager une évolution vers une désintermédiation progressive.

D'autres facteurs, qui ne sont pas évoqués dans le Livre Vert, constituent pourtant des éléments clés de la mise en place de la CMU : la création d'un certain « level playing field », s'agissant par exemple du traitement fiscal des actions et des obligations, qui favorise la dette, ou de l'appétit des investisseurs privés pour les prises de participation dans les entreprises.

Même à s'en tenir au seul facteur de la régulation financière, il convient de nuancer l'approche de la Commission :

- Le succès du marché obligataire aux Etats-Unis ne s'explique pas par un poids moins important de la réglementation. Bien au contraire, les exigences en matière de prospectus en Europe pour ce type d'émissions sont moins élevées qu'aux Etats-Unis.
- Avant d'envisager toute initiative nouvelle en matière d'harmonisation, voire d'uniformisation, il convient d'évaluer la cohérence de la législation existante en matière de services financiers. La Commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen a publié le 30 janvier 2014 un rapport qui fait un certain nombre de propositions en la matière.
- Parmi les mesures proposées, la Commission doit porter un soin tout particulier à la réalisation de véritables études d'impact, pourtant exigées conformément au principe de subsidiarité, mais qui sont rapidement devenues un exercice largement formel.

S'agissant de la méthode, il n'est pas évident que le choix de l'uniformisation des règles de fond soit à privilégier par rapport à celui de l'harmonisation minimum, comme la Commission semble le préférer. Outre la simplification et la rationalisation auxquelles il convient de procéder, par exemple à propos du prospectus, il faut conserver un certain degré de flexibilité. Ainsi, à propos du relèvement des seuils pour le prospectus, les PME ne devraient pas être obligées de se placer dans le cadre de l'exigence d'un prospectus et devraient rester libres de se soumettre à des exigences purement nationales lorsqu'elles ne recherchent pas de financement au sein d'un marché unifié.

(2) Réponses à certaines questions du Livre Vert

A. Mesures de court terme

La Commission propose les domaines prioritaires d'action suivants : élargir l'éventail des investisseurs accessible aux PME ; réduire les entraves à l'accès aux marchés de capitaux ; mettre en place un marché pérenne pour les titrisations ; stimuler l'investissement à long terme

Selon l'ANSA, il conviendrait d'ajouter un autre **domaine** prioritaire, celui consistant à mettre en place un cadre fiscal européen favorisant l'investissement en instruments financiers, réduisant l'écart entre le coût fiscal du recours aux actions et celui du recours à la dette et accordant un traitement fiscal favorable aux investissements de long terme en actions.

B. Mesures à plus long terme de développement et d'intégration des marchés des capitaux

La Commission s'interroge sur les mesures à prendre pour améliorer l'accès au financement des PME et notamment sur l'opportunité d'élaborer une norme comptable commune au niveau de l'UE pour les PME.

Selon l'ANSA, La première question qu'il convient de poser est celle de la définition des PME qui n'est pas véritablement soulevée dans le cadre de la consultation.

La définition actuelle, dans le cadre de la directive sur les marchés d'instruments financiers, est purement quantitative.

On peut s'interroger sur le caractère adapté de cette définition. En effet, du point de vue de l'investisseur, les critères liés à la nature et à la complexité de l'activité et du marché de la société et à son organisation sont sans doute les plus déterminants. Ils ne sont que partiellement liés à sa taille. Comment prendre en compte les préoccupations de l'investisseur sur la base de seuls critères quantitatifs, lorsque par exemple le métier de la PME soulève des problèmes de valorisation ?

Ainsi, ne faut-il pas prévoir des définitions des PME différentes suivant la nature et les objectifs des différentes régulations ?

La seconde question qu'il faut se poser est celle des PME qui sont ciblées par les propositions de la Commission. S'agit-il de celles qui souffrent de désavantages concurrentiels dans certains États membres ? Ou s'agit-il de promouvoir des opportunités de financement pour l'ensemble des PME au sein de l'UE ?

Si l'on choisit le deuxième objectif, les mesures proposées par le Livre vert (simplification des exigences du prospectus, encouragement des investissements au sein des PME et développement de nouveaux moyens de financement) doivent être encouragées.

La troisième question est celle des mesures à prendre pour faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux.

Ces mesures doivent s'inscrire dans un cadre plus large et prévoir une exemption des exigences en matière de prospectus, de transparence et d'abus de marché, telles que définies au niveau européen, pour les PME (dont les offres ne dépassent pas un seuil qui reste à définir, mais qui serait en tout état de cause substantiellement supérieur au seuil d'exemption actuel de cinq millions d'euros).

Pour les PME en-dessous de ce seuil, le régime de transparence et d'information serait défini au niveau de chaque État membre (rien n'empêchant ceux-ci d'appliquer le régime du prospectus européen afin de pouvoir solliciter des investisseurs hors de leur pays d'origine). En effet, ces PME n'auraient pas besoin de solliciter des investisseurs établis dans d'autres états membres et le risque de disparité entre régimes nationaux serait de ce fait limité.

Ce régime d'exemption s'appliquerait aussi bien pour les offres sur les marchés primaires que sur les marchés secondaires.

Au-delà de ces seuils, s'appliquerait pour les PME un régime de transparence simplifié.

En revanche la mise en place de normes comptables européennes spécifiques aux PME semble délicate et inutilement complexe et présente peu d'intérêt, alors qu'il existe déjà des normes IFRS PME généralement considérées comme trop complexes et que le nombre de PME qui a besoin de solliciter des investisseurs hors de leur Etat du siège est limité.

C - Efficacité des marchés

La Commission propose un certain nombre d'orientations : corpus de règles uniformes, convergence accrue en matière de supervision, système consolidé de publication des données, encadrement plus strict des infrastructures de marché, amélioration du flux transfrontalier du collatéral, harmonisation plus poussée de la gouvernance des entreprises, harmonisation des règles en matière d'insolvabilité.

Pour l'ANSA, s'agissant des **principaux types de financement** (émissions primaires, marchés secondaires, infrastructures, PME/ETI, financement à LT, etc.) qui devraient faire l'objet d'une intégration plus poussée, la Commission devrait prôner une **approche transversale**. Deux questions transversales devraient faire l'objet d'un examen détaillé : l'UMC doit viser à attirer d'une part les émetteurs et d'autre part les investisseurs vers les marchés de capitaux.

S'agissant des émetteurs, plusieurs leviers peuvent être utilisés simultanément :

- accroître la profondeur des marchés actions. Il convient tout d'abord d'agir au niveau des émissions primaires de capitaux, en accroissant les incitations -fiscales et réglementaires- aux offres publiques initiales (IPO) ;
- faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux, de plusieurs manières :
 - directement, en mettant en place des plates-formes de négociations dédiées (statut des marchés de croissance) ; en les exemptant, jusqu'à un certain seuil, de toute exigence harmonisée (Prospectus, Transparence et Abus de marché -voir infra) en matière d'émissions primaires et secondaires de capitaux ; en développant le financement privé (en canalisant notamment les investisseurs non bancaires, fonds de pension et assurance, vers les PME),
 - indirectement, en favorisant le développement à l'échelle pan-européenne de plusieurs "*produits types*", au profit notamment des PME : la titrisation de prêts ("*asset backed securities*") ; les obligations sécurisées ("*covered bonds*") ; les obligations d'entreprises ("*corporate bonds*").

Pour ces différents produits, la Commission européenne pourrait d'abord lever l'ensemble des obstacles juridiques et fiscaux propres à ces titres, tout en veillant à la régulation et la supervision d'acteurs intermédiaires (cabinets d'audits, société de conseil) ou d'infrastructures de marché (chambres de compensation). Par ailleurs, la Commission pourrait s'inspirer des propositions du rapport IOSCO de 2014 pour une titrisation transparente et sûre.

S'agissant des investisseurs, un des leviers qui pourrait être utilisé est constitué par les fonds de pension et les entreprises d'assurance. La réglementation Solvabilité II, qui entre en vigueur en 2016, décourage l'investissement

des assurances en actions, en exigeant des fonds propres trop élevés. D'une manière générale, le développement d'une culture de risque favorisée par le financement en fonds propres, doit être promu comme un objectif transversal.

Sur la méthode, la Commission devrait prendre en compte trois aspects :

- L'UE devrait tout d'abord procéder à une simplification de la législation existante : celle-ci s'applique de manière indifférenciée à tous les émetteurs, sans distinguer suffisamment selon leur taille. Il convient de développer une vision plus proportionnée de la législation.
- L'UE devrait procéder par ailleurs, d'une part à une mise en cohérence des textes existants et d'autre part à une approche plus globale des textes projetés : ainsi, la simplification du prospectus passe par une incorporation par référence massive et donc par une intégration des différentes exigences de transparence.
- L'UE devrait envisager en priorité une évolution de la réglementation actuelle (allègement, renforcement de la cohérence) et n'envisager de nouveaux textes que de manière limitée et après la réalisation de véritables études d'impact. Elle devrait également combiner approche réglementaire et initiatives du secteur privé.

Parmi les orientations proposées par la Commission, certaines d'entre elles devraient être traitées dans le cadre de l'UMC, d'autres devraient en être exclues.

Les questions qui devraient être examinées dans le cadre de l'UMC

A. Réguler le flux transfrontalier de collatéral

Le risque principal, comme le souligne le livre vert, résulte du fait que le même titre est utilisé dans une pluralité de transactions.

Le droit du prêteur de réutiliser le titre doit être subordonné au transfert de propriété du titre reçu en garantie. En conséquence, le texte de l'article 15 du projet de règlement sur le financement par les titres doit être clarifié.

B. Droit matériel de l'insolvabilité

La Commission devrait examiner en priorité la question de la reconnaissance dans les autres États membres des procédures collectives engagée par un État membre.

Les questions qui ne devraient pas être examinées dans le cadre de l'UMC

C. Régime de propriété des titres

Les différences entre régimes nationaux de propriété au sein de l'UE ne sont pas un facteur d'incertitude juridique et ne justifient pas dès lors une harmonisation de la nature exacte des droits de l'investisseur sur les titres.

Dans chaque État membre, les investisseurs acquièrent des titres sur lesquels ils ont des droits réels. La nature exacte de ces droits réels varie d'un État membre à l'autre mais l'ensemble des droits nationaux se caractérisent par l'acquisition de droits réels sur les titres.

Ces différences n'ont jamais été un facteur d'incertitude juridique et il n'est dès lors pas nécessaire d'harmoniser la nature exacte de ces droits sur les titres.

Le problème se situe ailleurs. Il résulte de la manière dont les garanties sur titres (« Collateral ») sont utilisées.

D. Droit des sociétés et gouvernement d'entreprise

En matière de droit des sociétés, en revanche, une approche uniforme imposerait un réexamen injustifié de la plupart des droits nationaux des sociétés. Les droits nationaux des sociétés sont caractérisés par des normes divergentes et des régimes et dispositions spécifiques. Les États membres ont recours, dans la mise en œuvre de chacun de ces principes, à des techniques différentes en fonction de leur situation locale et de leur environnement juridique propre. C'est pourquoi l'harmonisation européenne en matière de droit des sociétés doit rester sélective et procéder par voie d'harmonisation minimale. La situation est différente de du droit boursier où les enjeux sont la stabilité des marchés financiers et le financement de l'économie.

L'approche européenne en matière de droit des sociétés s'est cantonnée à la suppression des obstacles au développement des activités transfrontières des sociétés (fusions transfrontières, transfert de siège, informations réglementées, droits des actionnaires, etc.). Plus récemment, elle a conduit à l'adoption de formes sociales européennes (SE, SUP, etc.) qui peuvent être utilisées de manière alternative aux formes de sociétés définies par les droits nationaux et qui favorisent la mobilité des entreprises.

Plutôt que de nouvelles réformes du droit des sociétés, il est préférable de procéder à une évaluation des textes récemment adoptés et de les adapter, le cas échéant, pour éliminer les obstacles qui demeurent de ce fait dans les opérations transfrontières (par exemple, par l'instauration d'un régime européen des scissions transfrontières).

De même l'harmonisation des règles de conflits de lois en matière de droit des sociétés et plus particulièrement des critères de rattachement, loi du lieu du siège social statutaire ou de celle du siège réel, n'apparaît pas nécessaire. La CJUE n'a pas relevé, dans les cas récents pour lesquels elle a été saisie, que les différences entre critères de rattachement constituaient des obstacles à la liberté d'établissement.

Annexe 2

Pour une Meilleure Régulation

« BETTER REGULATION »

La Commission européenne a annoncé le 19 mai 2015 un programme pour une meilleure réglementation (« *Better Regulation* ») qui vise à renforcer l'accessibilité et la transparence du processus décisionnel de l'UE et à améliorer la qualité de la nouvelle législation grâce notamment à de meilleures analyses d'impact des projets d'actes législatifs.

Transparence du processus décisionnel

La Commission propose de renforcer la transparence du processus d'élaboration de ses propositions en facilitant l'examen de ses initiatives par le public et en lui permettant d'y apporter sa contribution. Elle créera un portail internet permettant de suivre les initiatives et de participer aux nouvelles consultations publiques lorsque nous procéderons à l'évaluation des politiques existantes ou analyserons de nouvelles propositions. Les parties intéressées bénéficieront de nouvelles possibilités de faire des commentaires tout au long du cycle décisionnel, allant de la feuille de route initiale à la proposition finale de la Commission. Après l'adoption d'une proposition par la Commission, toute partie intéressée disposera de huit semaines pour transmettre des commentaires ou des suggestions qui alimenteront le débat législatif au Parlement et au Conseil.

Cette approche s'appliquera également à la législation dérivée, c'est-à-dire aux actes délégués et aux actes d'exécution. Les projets de mesures modifiant ou complétant la législation existante, ou établissant des dispositions techniques spécifiques, seront rendus publics quatre semaines avant leur adoption. Les parties intéressées pourront ainsi faire des commentaires avant l'adoption de ces mesures par la Commission ou par des experts des États membres.

Réexamen de la législation existante

La Commission a déjà mis en place un programme (REFIT) dans le cadre duquel elle procède à un réexamen de l'efficacité des textes existants. Elle propose de le renforcer et de le cibler plus particulièrement sur l'examen des coûts et bénéfices des actions entreprises.

La Commission créera une plateforme visant à susciter un dialogue avec les parties intéressées et les États membres. Cette plateforme réunira des experts de haut niveau issus d'entreprises, de la société civile, des partenaires sociaux, du Comité économique et social européen, du Comité des régions et des États membres. Elle recueillera les propositions de terrain pour réduire la charge réglementaire et administrative et présentera des idées concrètes. La Commission réagira à toutes les propositions et expliquera systématiquement la suite qu'elle entend leur réserver.

Analyses d'impact et contrôle de qualité

La Commission renforcera les analyses d'impact et d'évaluation des textes proposés en mettant en place un comité indépendant d'examen de la réglementation dont les membres se verront accorder un statut plus indépendant et la moitié d'entre eux seront recrutés en dehors de la Commission. Le rôle du comité sera élargi au contrôle de la qualité des analyses d'impact des nouvelles propositions ainsi qu'à la réalisation de bilans de qualité et d'évaluations de la législation existante.

La Commission propose en outre que des analyses d'impact soient effectuées tout au long du processus législatif et non pas uniquement lorsqu'elle élabore sa proposition. Le Parlement européen et le Conseil sont invités à effectuer leurs propres analyses d'impact sur les modifications substantielles qu'ils proposent au cours du processus législatif. Un groupe d'experts technique ad hoc et indépendant pourrait être constitué à la demande du Parlement, du Conseil ou de la Commission afin d'analyser si une proposition modifiée peut être mise en pratique, si elle crée des droits et des obligations compréhensibles pour les parties intéressées et si elle évite des coûts disproportionnés. Cette analyse devrait être menée à bien et rendue publique dans un délai raisonnable pour permettre d'éclairer le processus de prise de décisions politiques.

Nouvel accord interinstitutionnel

Le programme devrait se traduire par un nouvel accord interinstitutionnel relatif à l'amélioration de la réglementation. La Commission soumettra au Parlement et au Conseil une proposition de nouvel accord interinstitutionnel, qui devrait être conclu d'ici la fin 2015.

MIFIR/ MIFID II – Mesures de niveau 2

L'ESMA a publié le 19 décembre 2014 son avis sur les actes délégués que la Commission doit adopter dans un délai de 30 mois après l'entrée en vigueur du règlement MiFiR et de la directive MiFiD.

L'ESMA a publié le même jour un document de consultation sur les projets de normes techniques de réglementation qu'elle aurait dû soumettre à la Commission en juin 2015 (l'ESMA a obtenu un délai jusqu'en septembre 2015) et sur les projets de normes techniques d'exécution qu'elle doit transmettre à la Commission en décembre 2015.

La finalisation des projets de normes achoppe sur la question du choix de la méthodologie (approche par classe d'instruments financiers ou approche instrument par instrument) pour déterminer la liquidité et la transparence notamment des marchés obligataires.

Les aspects qui intéressent plus particulièrement les émetteurs concernent :

- la transparence pré et post négociation et les exemptions à cette exigence,
- l'obligation de négociation des actions sur les plateformes organisées,
- l'accès aux données de marché sur une base commercialement raisonnable,
- le régime applicable aux PME.

(1) Le régime de transparence pré et post-négociation

Le règlement prévoit l'obligation de transparence pré et post-négociation sur les actions et assimilées (certificat de titres en dépôt, certificats et autres instruments financiers similaires), ainsi que sur les instruments non-actions (obligations, produits structurés, dérivés et quotas d'émissions carbone).

Les exigences de transparence au sens du règlement impliquent d'une part la publication en temps réel par les plateformes organisées des prix et des volumes des intérêts acheteurs et vendeurs (transparence pré-négociation), d'autre part la publication en temps réel par une plate-forme de négociation et par les entreprises d'investissement des volumes et des prix sur les transactions effectives (transparence post-négociation).

(1.1) Actions et instruments assimilés

Transparence pré-négociation : l'ESMA envisage d'abaisser les seuils d'exemption actuellement applicables aux transactions de taille élevée et permettant de déroger aux obligations pré-négociation pour les actions. En effet, les informations rassemblées montrent que la taille moyenne des transactions effectuées sur les plateformes organisées s'est sensiblement réduite au cours des dernières années.

Il y a dès lors un risque que le champ de la transparence ne soit réduit. Cependant, le double encadrement des exemptions à la transparence pré-négociation¹ prévu par le règlement devrait se traduire, en sens inverse, par un transfert sur les marchés transparents des transactions entrant dans le champ des autres possibilités de dérogation.

(1.2) Marchés non-actions (obligations, produits structurés, dérivés, etc.)

L'ESMA propose à la Commission dans son avis sur les actes délégués de préciser la notion de marché liquide, qui joue un rôle central notamment dans le régime de transparence applicable aux instruments non-actions. Les instruments non-liquides sont exemptés de l'obligation de transparence pré-négociation et bénéficient d'une publication post-négociation en différé. Par ailleurs, les produits dérivés non-liquides sont exemptés de l'obligation de négociation sur les plateformes organisées.

¹ Le règlement prévoit un double encadrement des quatre cas de dérogation à la transparence pré-négociation : les exemptions ne doivent pas dépasser, sur chaque plateforme de négociation, 4% du volume total de négociation pour l'instrument financier considéré sur l'ensemble des plateformes de négociation au sein de l'UE au cours des douze derniers mois ; le volume global des négociations exécutées dans le cadre de ces exemptions ne doit pas représenter plus de 8% du volume total de négociation pour un instrument financier considéré sur l'ensemble des plateformes de négociation au sein de l'UE au cours des douze derniers mois (articles 4 et 5 du règlement).

L'ESMA propose dans son avis une segmentation des classes de liquidité en fonction du volume moyen de transactions journalières : valeurs dont le volume moyen est inférieur à 100 000, compris entre 100 000 et 500 000, etc.

L'ESMA propose ensuite, pour chaque classe de liquidité, des seuils de transparence pour les transactions de bloc et de taille élevée. Pour les transactions liquides en effet, des exemptions à l'obligation de transparence pré et post-négociation sont prévues pour les transactions de bloc ou de taille élevée, les demandes de prix ou de négociation à la criée (article 9 du règlement).

Ainsi, pour la classe de liquidité comprise entre 100 000 et 500 000 transactions journalières, le seuil de taille élevée au-delà duquel les transactions liquides peuvent être exonérées de l'exigence de transparence pré-négociation et même post-négociation, serait compris entre 25 000 et 50 000 transactions par jour. L'objectif de l'ESMA est d'appréhender la plupart des transactions considérées de taille élevée (90%) pour chaque classe de liquidité.

(2) L'accès aux données de marché

L'article 13 du règlement prévoit que les opérateurs de marché mettent à la disposition du public, à des conditions commerciales raisonnables, les informations pré et post-négociation qu'ils publient. L'ESMA a été chargée de préciser ces conditions. Ces mesures s'appliqueraient aussi bien aux plateformes organisées qu'aux dispositifs de publication agréés et aux fournisseurs de système consolidé de publication de données².

L'ESMA propose dans son avis à la Commission une exigence de transparence des prix des données de marché fondée sur les éléments suivants : les coûts de revient pour la fourniture des services de données, les coûts généraux indirects induits par l'activité de services de donnée et les justifications des hypothèses retenues.

(3) Le régime applicable aux PME

La directive crée une nouvelle sous-catégorie de marchés appelés «marchés de croissance des PME» au sein des systèmes multilatéraux de négociation, réservée aux petites et moyennes entreprises. L'ESMA a été chargée de préciser, sous forme de normes techniques, les conditions d'agrément et les règles de fonctionnement de ce nouveau segment de marché.

L'ESMA propose un régime allégé destiné à faciliter l'accès des PME aux marchés financiers, étant rappelé que les marchés de croissance restent soumis aux principes applicables aux plateformes multilatérales permettant d'en assurer le bon fonctionnement (mise en place de règles de négociation sûres et efficaces, utilisation possible mais non obligatoire des normes IFRS et mise en place d'un modèle de marché approprié).

S'agissant de l'exigence de publication d'un prospectus, l'ESMA propose d'exiger un « document d'admission » contenant un niveau d'information adéquat, inférieur à celui d'un prospectus, et qui devra faire l'objet d'un contrôle approprié par le régulateur local ainsi que d'une publication.

S'agissant de la publication des informations concernant les PME, l'ESMA propose que celle-ci se fasse de manière allégée, c'est-à-dire sur le site web de la société sans autre forme de publication obligatoire.

² Trois types de prestataires sont susceptibles de recevoir l'agrément de publier des données :

(4.1) Le dispositif de publication agréé ou «APA» («*Approved Publication Arrangement*») qui désigne une personne autorisée à fournir un service de publication de rapports de négociation pour le compte d'entreprises d'investissement » ; les informations sont rendues disponibles gratuitement quinze minutes après leur publication par l'APA (article 64 de la directive) ;

(4.2) Le «fournisseur de système consolidé de publication» ou «CTP» («*Consolidated Tape Provider*») qui désigne une personne autorisée à fournir un service de collecte des rapports de négociation sur les instruments financiers auprès de marchés réglementés, de MTF, d'OTF et d'APA, et un service de regroupement de ces rapports en un flux électronique de données actualisé en continu, offrant des données de prix et de volume pour chaque instrument financier; la publication de données par le biais du CTP doit se faire, dans la mesure où le technique le permet en temps réel et à des conditions commerciales raisonnables (article 65 de la directive) ;

(4.3) Le «mécanisme de déclaration agréé» ou «ARM» («*Approved Reporting Mechanism*») qui désigne une personne autorisée à fournir à des entreprises d'investissement un service de déclaration détaillée des transactions aux autorités compétentes ou à l'AEMF. L'ARM publie les informations dès que possible et au plus tard à la fin du jour ouvrable suivant le jour d'exécution de la transaction.

Règlement et directive Abus de Marché – Mesures de niveau 2

L'ESMA a publié le 11 juillet 2014 un projet d'avis sur un certain nombre d'actes délégués (concernant plus particulièrement les indicateurs de manipulation de marché, la détermination des autorités compétentes aux fins de notification des infractions, les transactions des dirigeants) et un projet de standards techniques concernant notamment les programmes de rachat, les pratiques de marché admises et les listes d'initiés. La période de consultation a été ouverte du 15 juillet au 15 octobre 2014.

L'ESMA dispose de 8 mois à partir de l'entrée en vigueur du règlement pour remettre son avis technique à la Commission européenne et de 12 mois pour lui soumettre les normes techniques (3 juillet 2015).

Si la plupart des propositions de niveau 2 de l'ESMA ne soulève pas de remarques particulières, celles concernant le report de la divulgation de l'information privilégiée et l'établissement de la liste d'initiés remettraient en question les pratiques existantes.

(1) Dérogations pour les programmes de rachat et les mesures de stabilisation

L'article 5.1. du nouveau règlement prévoit que les prohibitions en matière d'opérations d'initiés et de manipulations de marché ne s'appliquent pas aux opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat remplissant les conditions reprises du règlement 2273/2003³.

En outre, conformément à l'article 5.2., afin de bénéficier de la dérogation, un programme de rachat doit avoir comme objectif de réduire le capital d'un émetteur, de satisfaire aux obligations découlant de titres de créance qui sont échangeables en titres de propriété ; ou de satisfaire aux obligations découlant des programmes d'options sur actions, ou autres allocations d'actions, aux salariés ou aux membres des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou d'une entreprise associée.

L'ESMA a reçu mandat de préparer des normes techniques réglementaires (RTS) qui précisent les conditions que les programmes de rachat et les mesures de stabilisation doivent satisfaire pour pouvoir bénéficier de la clause de *safe harbour*⁴. Les normes techniques devront préciser les conditions applicables aux opérations, les restrictions en matière de durée et de volumes, les obligations de divulgation et de déclaration, ainsi que les conditions relatives aux prix.

La principale innovation introduite par le règlement réside dans le fait que les opérations de rachat pourront être réalisées sur les marchés réglementés ainsi que sur les plateformes organisées sur lesquelles les actions de l'émetteur sont admises aux négociations ou négociées. A contrario, les transactions de gré à gré ne seraient pas couvertes par la clause de *safe harbour*.

Propositions de l'ESMA en matière de programmes de rachat

L'ESMA ne devrait adopter qu'un nombre limité de modifications au régime existant.

Champ d'application : l'ESMA propose de le limiter aux actions, à l'exclusion notamment des dérivés.

Canaux de communication : l'ESMA propose d'utiliser le mécanisme de stockage prévu par la directive 2004/109 Transparence.

Contenu de la publication : L'ESMA propose d'agrèger l'ensemble des transactions exécutées au cours de la même journée (alors que le règlement 2273/2003 prévoyait la divulgation de chaque transaction liée à un programme de rachat).

³ Les détails du programme doivent être divulgués avant que ne débutent les opérations ; les opérations doivent être notifiées à l'autorité compétente de la plate-forme de négociation ; puis divulguées au public, comme faisant partie du programme de rachat ; des limites adéquates doivent être respectées en ce qui concerne les prix et les volumes.

⁴ La clause de *safe harbour* crée une présomption irréfragable de légitimité au bénéfice de ceux qui procèdent à un programme de rachat ou réalisent des opérations de stabilisation conformément à l'article 5 du règlement.

Délais de publication : L'ESMA propose de maintenir le régime existant (délai de 7 jours de négociation).

Modalités de négociation

Limites de prix : l'ESMA propose de maintenir le régime existant qui a bien fonctionné, de la dernière opération indépendante/offre indépendante la plus élevée sur la place où l'achat est envisagé, comme limite supérieure du prix qui peut être pratiqué.

Limites de volume : l'ESMA propose de maintenir une partie du régime existant (l'émetteur doit s'abstenir d'acheter plus de 25% du volume quotidien moyen des actions qui sont négociées sur le marché réglementé où l'achat est effectué.

En revanche, l'ESMA envisage de supprimer la possibilité d'extension de ce pourcentage à 50% en cas de liquidité extrêmement faible du marché en cause. Les émetteurs considèrent que cette exception qui est notamment utile pour les petites capitalisations, devrait être maintenue.

Restrictions à la négociation : l'ESMA propose de continuer à appliquer le régime existant qui restreint la possibilité pour l'émetteur, durant l'exécution du programme de rachat, de procéder à un certain nombre d'opérations (vente d'actions propres, négociations au cours d'une «fenêtre négative», opérations portant sur des valeurs pour lesquelles l'émetteur décide de différer la publication d'une information privilégiée).

Propositions de l'ESMA en matière de mesures de stabilisation

L'ESMA ne devrait pas apporter de changements significatifs par rapport au règlement CE 2273/2003.

Restrictions relatives à la période au cours de laquelle les mesures de stabilisation peuvent être adoptées : l'ESMA propose de reprendre les exigences existantes selon lesquelles ces mesures ne doivent être appliquées que pendant une période limitée dont le point de départ et la durée varient en fonction des titres concernés⁵.

Transparence et notification des mesures de stabilisation

Pour les offres entrant dans le champ des mesures d'application de la directive Prospectus, l'application des mesures de transparence continuera à relever, selon l'ESMA, du régime défini par cette directive.

Pour les offres n'entrant pas dans le champ des mesures d'application de la directive Prospectus, l'ESMA propose de continuer à appliquer le régime existant du règlement 2273/2003 mais en le précisant sur certains aspects.

Conditions relatives au prix

L'ESMA propose de reprendre les exigences prévues par l'article 10 du règlement 2273/2003. Dans le cas d'une offre d'actions ou d'autres valeurs équivalentes, la stabilisation de ces valeurs ne s'effectue en aucun cas à un prix supérieur à celui de l'offre. Dans le cas d'une offre de titres de créance convertibles en titres ou échangeables contre ceux-ci, la stabilisation de ces titres ne s'effectue en aucun cas à un prix supérieur au prix de marché de ces titres au moment où les conditions définitives de la nouvelle offre ont été rendues publiques.

(2) Pratiques de Marchés Admises (PMA)

Ne sont pas susceptibles de constituer une manipulation de marché, selon l'article 1 paragraphe 2 (a) de la directive Abus de marché 2003/6/CE, les opérations qui sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné.

Les PMA visent les pratiques qui sont susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et dont la validation relève des autorités de supervision nationales. Pour la France, il s'agit des pratiques acceptées par l'AMF concernant les programmes de rachat ayant pour finalité l'exécution d'un contrat de liquidité ou la mise en œuvre d'opérations de croissance externes.

L'article 13 du règlement reprend cette exception mais en l'aménageant : la validation des pratiques de marché

⁵ Pour les **actions**, dans le cas d'une offre initiale annoncée publiquement, la période commence à la date du début de la négociation des valeurs concernées sur le marché réglementé et s'achève au maximum trente jours calendrier plus tard. Dans le cas d'une offre secondaire, la période commence à la date de la divulgation adéquate au public du prix définitif des valeurs concernées et s'achève au maximum trente jours calendrier après la date d'allocation.

Pour les obligations, la période commence à la date de la divulgation adéquate au public des conditions de l'offre de valeurs concernées et s'achève soit au maximum trente jours calendrier après la date à laquelle l'émetteur des titres a reçu le produit de son émission, soit au maximum soixante jours calendrier après la date d'allocation des valeurs concernées, selon celle de ces deux dates qui est la plus rapprochée.

admises relève toujours de la responsabilité des autorités de supervision nationales. Mais l'ESMA se voit reconnaître un rôle accru dans le nouveau règlement, notamment en évaluant la compatibilité de la pratique de marché admise au niveau national avec le cadre législatif communautaire et en assurant le suivi de la mise en œuvre des pratiques admises.

L'article 13.3. prévoit que, trois mois avant d'admettre une pratique de marché, les autorités compétentes doivent notifier à l'ESMA leur intention d'autoriser cette pratique. L'ESMA doit, dans les deux mois de la notification, émettre un avis sur la compatibilité de cette pratique avec les critères prévus par l'article 13.2.⁶. Par ailleurs, la pratique de marché, pour pouvoir être admise, ne doit pas constituer un risque pour les autres marchés au sein de l'UE. Cette adjonction répond à une préoccupation de la majorité des Etats membres de limiter l'application des pratiques de marché admises à un seul marché (à moins que les autorités nationales des autres Etats membres ne l'aient expressément approuvée).

Si l'autorité compétente met en œuvre une pratique en dépit d'un avis en sens contraire de l'ESMA, elle doit publier sur son site les raisons qui l'ont conduite à maintenir sa décision.

Enfin, l'article 13.7 du règlement invite l'ESMA à proposer des normes techniques réglementaires spécifiant les critères des articles 13.2, 13.3 et 13.4 à prendre en compte dans l'évaluation des pratiques de marché.

L'ESMA propose de reprendre la liste des critères de la directive d'application existante 2004/72/CE⁷.

(3) L'élargissement des possibilités de reporter la divulgation des informations privilégiées

L'article 17.4. du règlement reprend l'exception de la directive 2003/6 selon laquelle les émetteurs rendent publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement. L'article 17.4 permet cependant à l'émetteur, sous certaines conditions, de différer la publication d'une information privilégiée : lorsque celle-ci mettrait en cause ses intérêts légitimes, à condition que le public ne soit pas induit en erreur et que la confidentialité de l'information puisse être assurée.

L'article 17.4. ajoute cependant une obligation et prévoit qu'une notification *ex post* soit faite d'une part, pour informer l'autorité compétente de l'existence du report de divulgation et d'autre part, pour fournir des explications sur le respect des conditions de report de la divulgation. Le règlement prévoit cependant la possibilité que les explications ne soient fournies qu'à la demande de l'autorité compétente.

Par ailleurs, le règlement requiert l'adoption par la Commission d'actes délégués et la préparation par l'ESMA de projets de normes techniques réglementaires dans un certain nombre de domaines. L'ESMA a déjà reçu mandat de la Commission pour préparer de tels projets de normes pour les articles 17.1.⁸, 17.2.⁹, 17.8.¹⁰ et 17.9.¹¹ du règlement ainsi que des projets d'actes délégués sur les conditions du report de la divulgation des informations privilégiées.

⁶ Article 13.2 : Les autorités compétentes devront établir des PMA en tenant compte des critères suivants :

- a) le degré de transparence de la pratique concernée au regard de l'ensemble du marché,
- b) le besoin de sauvegarder le libre jeu des forces du marché et l'interaction adéquate entre offre et demande,
- c) l'intensité de l'impact de la pratique de marché concernée sur la liquidité et l'efficacité du marché,
- d) la mesure dans laquelle la pratique concernée prend en compte les mécanismes de négociation du marché en question et permet aux participants à ce marché de réagir de manière adéquate et rapide à la nouvelle situation de marché qu'elle a créée,
- e) le risque que représente la pratique concernée pour l'intégrité des marchés qui s'y rattachent directement ou indirectement, sur lesquels se négocie le même instrument financier dans la Communauté, qu'ils soient ou non réglementés,
- f) les conclusions de toute enquête sur la pratique de marché concernée réalisée par l'autorité compétente, en particulier lorsque la pratique concernée a enfreint des règles ou dispositions destinées à prévenir les abus de marché ou des codes de conduite, que ce soit sur le marché en question ou sur des marchés directement ou indirectement liés au sein de la Communauté,
- g) les caractéristiques structurelles du marché en question, en particulier son caractère réglementé ou non, les types d'instruments financiers négociés et les types de participants à ce marché, notamment l'importance relative de la participation des investisseurs de détail. Les autorités compétentes devraient être en mesure d'évaluer les conséquences de la mise en œuvre d'une PMA sur les investisseurs de détail.

⁸ L'article 17.1. exige des émetteurs qu'ils rendent publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement lesdits émetteurs, d'une manière qui permette au public d'y accéder rapidement et de procéder à leur évaluation complète et correcte en temps voulu.

⁹ L'article 17.2. exige des intervenants sur les marchés des quotas d'émissions qu'ils rendent publiques en temps opportun les informations privilégiées.

Enfin, l'ESMA doit préparer des *guidelines* sur la notion d'intérêt légitime justifiant de tels reports, ainsi que sur les situations dans lesquelles l'omission est de nature à induire le public en erreur.

L'ESMA propose de reprendre dans ses *guidelines* les orientations du CESR (06-562b) précisant les deux hypothèses évoquées à l'article 3 de la directive d'application 2003/124/CE dans lesquelles l'intérêt légitime de l'émetteur peut être invoqué pour reporter la divulgation et qui sont reprises dans le projet de règlement :

- Les négociations en cours, lorsque le fait de les rendre publiques risquerait d'affecter l'issue ou le cours normal de ces négociations¹²,
- Les décisions prises ou les contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur pour devenir effectifs, lorsque la structure dudit émetteur requiert une séparation entre les deux organes, à la condition que la publication de ces informations avant leur approbation, combinée à l'annonce simultanée que cette approbation doit encore être donnée, fausserait leur correcte appréciation par le public.

S'agissant par ailleurs de la notion d'omission susceptible d'induire le public en erreur, l'ESMA suggère d'identifier les situations dans lesquelles le report ne se justifie pas car il induirait le public en erreur. L'ESMA est d'avis que la divulgation est requise dans les hypothèses où le report entrerait en conflit avec les attentes du marché ou contredirait des annonces antérieures de l'émetteur.

L'ESMA cite, à titre d'exemple, le cas où les résultats financiers, tels qu'ils ressortent du rapport annuel en cours de préparation, diffèrent substantiellement de ceux qui avaient été anticipés par la société.

Commentaires de l'ANSA : l'omission de publier une information privilégiée ne serait susceptible d'induire le public en erreur que dans les hypothèses où celle-ci serait en contradiction avec des informations fournies antérieurement par l'émetteur. Il convient de distinguer deux situations : d'une part, celle où les attentes du marché résultent de la seule évaluation des analystes financiers et dans ce cas, l'émetteur ne peut être tenu responsable pour un défaut de divulgation ; d'autre part, celle d'une perception inexacte du marché résultant d'informations antérieures de l'émetteur qui contredisent l'information privilégiée et dans ce cas tout report induirait le public en erreur.

Les deux exemples suivants sont plus particulièrement illustratifs des hypothèses dans lesquelles le report de la divulgation serait susceptible d'induire le public en erreur : l'annonce par l'émetteur d'un objectif de profit qui, compte tenu de l'évolution de la situation de la société, sera impossible à réaliser ; la contradiction flagrante entre la stratégie affirmée de la société et un projet d'acquisition significatif satisfaisant aux critères de l'information privilégiée.

(4) L'élargissement du champ des transactions à notifier par les dirigeants

Le nouveau règlement maintient la disposition proposée par la Commission faisant peser sur l'émetteur l'obligation d'informer le public de l'existence de transactions atteignant le seuil de 5000 euros (seuil qui peut être relevé jusqu'à 20 000 euros par les autorités compétentes), une fois que l'émetteur a lui-même été informé par le dirigeant ; ensuite le délai de trois jours dans lequel l'émetteur doit informer le public court à partir du jour où la transaction a été exécutée.

Le nouveau règlement prévoit cependant, ce qui constitue un progrès, que les États membres pourront décider que cette publication incombera à l'autorité compétente.

¹⁰ L'article 17.8. exige des émetteurs ou des intervenants sur les marchés des quotas d'émissions qu'ils rendent publiques les informations privilégiées communiquées à des tiers qui ne sont pas tenus à une obligation de confidentialité.

¹¹ L'article 17.9. prévoit que les informations privilégiées concernant les émetteurs admis à la négociation sur des marchés de croissance (PME) soient rendues publiques sur le site de la plateforme de négociation (au lieu et place du site de la société émettrice).

¹² En particulier, en cas de danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur, mais n'entrant pas dans le champ des dispositions applicables en matière de droit des faillites, la divulgation d'informations au public peut être différée durant une période limitée si elle risque de nuire gravement aux intérêts des actionnaires existants et potentiels en compromettant la conclusion de négociations particulières visant à assurer le redressement financier à long terme de l'émetteur.

En revanche, le nouveau règlement (article 19.7) élargit le champ des transactions à déclarer par les dirigeants à des transactions qui peuvent ne pas constituer des cessions définitives ou qui sont réalisées dans des conditions excluant toute influence du dirigeant sur la gestion de ses titres et qui ne répondent donc plus à l'objectif de prévention des délits d'initiés (voir ci-dessous).

L'ESMA a reçu mandat de préparer des projets de normes techniques sur les caractéristiques des transactions déclenchant l'obligation de notification et sur le modèle de notification des transactions. L'ESMA propose en conséquence des normes techniques sur les aspects suivants :

Caractéristiques des transactions : l'article 19.7. du nouveau règlement donne une liste non exhaustive des transactions soumises à l'obligation de notification (prêts de titres financiers, transactions effectuées par une personne organisant et exécutant la négociation, y compris lorsque celle-ci dispose de toute discrétion en vertu d'un mandat, transactions exécutées dans le cadre d'une police d'assurance sur la vie).

L'ESMA propose de compléter cette liste en lui conservant son caractère indicatif et d'ajouter les transactions suivantes : ventes de titres résultant de l'exercice d'options, échange de titres, transactions sur produits dérivés dénoués en espèces, souscription à une augmentation de capital, transactions conditionnelles, conversion d'un instrument financier en un autre.

Délai et modalités de la notification : l'article 19.1 du nouveau règlement fixe un délai réduit de trois jours ouvrables après l'exécution de la transaction. L'article 19 ne prescrit aucune modalité de notification des transactions à l'émetteur et à l'autorité compétente. En revanche, les modalités selon lesquelles l'émetteur doit rendre publiques ces transactions sont spécifiées à l'article 19.15. et l'ESMA a reçu mandat de préparer des normes techniques concernant le format de la notification et de la publication des transactions. L'article 19.6. donne une liste des informations à communiquer : nom de la personne, raison de la notification, nom de l'émetteur, description des instruments financiers, nature de la transaction, date et lieu de la transaction, prix et volume de la transaction.

L'ESMA a préparé à cet effet un modèle de notification. Par ailleurs, l'ESMA suggère de simplifier la notification en cas de pluralité de transactions exécutées le même jour. Elle propose de les agréger, à la condition que les transactions portent sur le même instrument financier et aient été exécutées le même jour.

Fenêtre de négociation : l'article 19.11. du nouveau règlement fixe une fenêtre de négociation qui dure 30 jours avant la publication du rapport annuel ou intermédiaire et au cours de laquelle les dirigeants ne peuvent effectuer de négociations sur les titres de l'émetteur.

L'ESMA a reçu mandat de préciser dans un avis les circonstances dans lesquelles la négociation pendant cette période de 30 jours peut néanmoins être autorisée par l'émetteur. Il convient de souligner que le texte de niveau 1 mentionne uniquement la vente d'actions dans des circonstances exceptionnelles.

L'ESMA considère que le premier critère devrait être d'obtenir l'autorisation préalable de l'émetteur (le projet de règlement mentionne en effet que l'autorisation de l'émetteur devrait être donnée au cas par cas) et que celle-ci devrait être motivée.

Le second critère est que la justification devrait revêtir un caractère exceptionnel, c'est-à-dire non seulement extrêmement urgent mais également imprévisible, irrésistible et extérieur au dirigeant. Dans ce cas, le dirigeant ne devrait être autorisé qu'à vendre des actions, obligation ou produits dérivés. De telles situations pourraient résulter d'un engagement financier que le dirigeant doit satisfaire, par exemple une injonction judiciaire, et à la condition que le dirigeant ne puisse y satisfaire sans vendre les titres de l'émetteur.

Toutefois, dans l'hypothèse où le dirigeant serait en possession d'une information privilégiée, l'obligation générale d'abstention devrait s'appliquer même dans des circonstances exceptionnelles et l'émetteur ne pourrait autoriser la transaction.

L'ESMA propose également d'examiner les conditions spécifiques qui devraient être satisfaites dans le cadre de transactions effectuées dans le cadre d'attributions aux salariés. Le texte de niveau 1 n'exige pas, dans ces hypothèses, d'évaluation au cas par cas. On pourrait ainsi envisager d'autoriser les transactions pendant la période fermée si le dirigeant n'a pas modifié les conditions de participation dans le régime d'attribution et si les conditions d'achat sont organisées de telle manière que le dirigeant ne puisse les modifier durant la période fermée.

Commentaires préliminaires de l'ANSA : si les critères complémentaires proposés par l'ESMA pour définir les circonstances dans lesquelles le dirigeant peut être autorisé à vendre ses titres au cours de la période fermée sont les bienvenus, il n'apparaît pas, en revanche, nécessaire de préciser les conditions à satisfaire dans le cas de transactions effectuées dans le cadre d'attribution d'actions aux salariés au cours de cette période.

(5) Liste d'initiés

En vertu de l'article 18.1 du règlement, les émetteurs (a) établissent une liste de toutes les personnes qui ont accès aux informations privilégiées, et qui travaillent pour eux en vertu d'un contrat de travail ou exécutent d'une autre manière des tâches leur donnant accès à des informations privilégiées, comme les conseillers, les comptables ou les agences de notation de crédit ; (b) mettent cette liste d'initiés à jour rapidement conformément au paragraphe 4; (c) communiquent la liste d'initiés à l'autorité compétente dès que possible à la demande de celle-ci.

Conformément à l'article 18.4, les émetteurs mettent la liste d'initiés à jour rapidement, y compris la date de la mise à jour, dans les circonstances suivantes: (a) en cas de changement du motif pour lequel une personne a déjà été inscrite sur la liste d'initiés; (b) lorsqu'une nouvelle personne a accès aux informations privilégiées et doit, par conséquent, être ajoutée à la liste d'initiés; (c) lorsqu'une personne cesse d'avoir accès aux informations privilégiées.

Il s'ensuit que pour chaque mise à jour, le règlement exige que soit précisée la date et l'heure auxquelles sont survenus les changements entraînant la mise à jour.

Le règlement exclut donc de s'en tenir à une liste d'initiés permanents ou d'initiés occasionnels mais prévoit l'établissement d'une liste d'initiés pour chaque information privilégiée.

L'ESMA a reçu le mandat de définir, sous forme de normes techniques réglementaires, le format des listes d'initiés et celui des mises à jour de ces listes.

L'ESMA propose l'établissement soit des listes d'initiés distinctes pour chaque information privilégiée, soit d'une liste unique centralisant les différentes listes d'initiés établies pour chaque information privilégiée et mises à jour en temps réel pour chaque information privilégiée.

Droits des actionnaires

La proposition de la Commission européenne du 9 avril 2014 modifiant la directive 2007/36/CE sur les droits des actionnaires a fait l'objet d'un compromis politique au conseil le 25 mars 2015, qui a donné mandat à la Présidence en vue d'engager les discussions au sein du Trilogue pour parvenir à un texte commun avec les deux autres institutions, Parlement Européen (PE) et Commission, une fois le vote au sein de la Commission JURI du PE intervenu.

Le texte du compromis politique reprend, pour l'essentiel, les termes du précédent compromis du 5 décembre 2014 diffusé par la présidence italienne. Celui-ci modifie en profondeur la proposition initiale de la Commission et privilégie une approche flexible, plus respectueuse de la diversité des législations nationales existantes.

La Commission JURI du PE a adopté le 7 mai 2015 (par treize voix contre dix) un rapport sur la liste des amendements à effectuer au projet initial de la Commission. Suite à l'échec des négociations au sein de la Commission JURI pour parvenir à un texte de compromis, c'est le *projet de rapport le plus défavorable* préparé par Monsieur Cofferati qui a été soumis au vote et *finalelement adopté*. Le vote a été obtenu dans des conditions confuses, plusieurs députés ayant changé d'avis juste avant le vote.

La majorité du Comité JURI a donné mandat à son rapporteur d'engager les négociations au sein du trilogue, en vue de parvenir à un accord entre les trois institutions pour une adoption du texte en première lecture. Les groupes PPE, ALDE et ECR, opposés au texte voté par la Commission JURI et soucieux d'obtenir en plénière une autre majorité sur ce texte, ont toutefois obtenu le 13 mai 2015 de la Conférence des présidents que le texte fasse au préalable l'objet d'un vote au cours de la prochaine séance plénière le 10 juin 2015. Le vote a été repoussé à la plénière de juillet 2015 à la demande de Mr Cofferati pour lui laisser le temps nécessaire de parvenir à un nouveau compromis.

Deux options de vote peuvent être envisagées au cours de la plénière de juillet 2015 : soit un vote sur un nouveau texte de compromis qui aurait été dégagé par Monsieur Cofferati ; soit un vote sur deux textes distincts: d'une part, le rapport voté par la Commission JURI et d'autre part, les amendements présentés conjointement par PPE, ALDE et ECR, qui reprennent l'essentiel de nos préoccupations. Il semblerait que le groupe ALDE, qui était divisé lors du vote en commission JURI sur l'amendement de M. Cofferati sur l'introduction d'une nouvelle exigence dans le texte, relative au *reporting* pays par pays, vote en plénière contre cet amendement.

Il reviendra donc à la plénière et non plus à la Commission JURI d'engager et de conduire les négociations au sein du trilogue, le principal effet de cette décision étant de dessaisir M. Cofferati de la responsabilité de conduire les négociations au sein du trilogue au nom du PE. La décision de la Conférence des présidents, bien qu'exceptionnelle, ne préjuge pas du vote en plénière.

NB - Le rapport de la Commission JURI propose de modifier le titre de la Directive Droits des actionnaires de juillet 2007 pour l'étendre à toutes les « grandes sociétés » et aux « grands groupes » au sens de la directive comptable (c'est-à-dire dépassant au moins deux des trois critères suivants : total du bilan = 20 M. d'euros ; CA net = 40 M. d'euros ; nombre de salariés = 250), sans toutefois modifier l'article 1.1 de cette Directive Droits des actionnaires, qui limite le champ du texte aux assemblées générales des sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

(1) Identification des actionnaires

(1.1) Texte de compromis du Conseil

Le texte de compromis du Conseil consacre clairement au niveau de l'UE le droit des émetteurs à identifier, de manière discrétionnaire, leurs actionnaires dans les sociétés cotées.

Exception : Toutefois, ce texte conserve une des deux clauses *d'opting-out* en faveur des Etats membres, prévues dans le texte de l'ancienne présidence italienne : il permet aux États membres de limiter l'exigence d'identification aux seuls actionnaires dépassant un seuil de détention des actions ou des droits de vote de 0,5%, ce qui retirerait une très grande partie de son intérêt à ce droit. En revanche, la deuxième clause proposée par l'ancienne présidence italienne, permettant d'exclure du champ de l'identification les actionnaires qui ont expressément refusé d'être identifiés, a été supprimée.

(1.2) Rapport de la Commission JURI du PE

Le rapport de la commission JURI reprend la proposition de la Commission européenne selon laquelle c'est aux intermédiaires d'offrir aux émetteurs la possibilité d'identifier leurs actionnaires (le droit pour les émetteurs d'identifier leurs actionnaires n'est donc pas formellement consacré) en la complétant d'une formule ambiguë (« en tenant compte des systèmes nationaux existants »).

Par ailleurs, le rapport ouvre le droit pour les actionnaires détenant une participation supérieure à 0,5 %, qui en font la demande à l'émetteur, d'obtenir de l'émetteur l'identité des autres actionnaires que celui-ci a identifiés.

(2) « Say on Pay » sur la rémunération des dirigeants*(2.1) Texte de compromis du Conseil*

Le texte introduit, par rapport à la proposition de la Commission, un certain nombre de flexibilités :

- Il maintient l'exigence de deux votes, sur la politique de rémunération, *ex-ante*, et sur les rémunérations versées, *ex-post* ; toutefois, pour les sociétés à capitalisation réduite (moins de 200 millions d'euros), le vote *ex-post* sur les rémunérations versées peut être remplacé par un simple débat au cours de l'assemblée générale annuelle, à charge pour la société d'expliquer à la prochaine assemblée générale comment elle a pris en compte ce débat ;
- Il prévoit que le vote sur la politique de rémunération a en principe un effet contraignant, mais permet aux États membres de lui donner seulement une valeur d'avis, à la condition qu'en cas de vote négatif, une politique de rémunération révisée soit soumise au vote de l'assemblée générale suivante. Le vote des actionnaires sur le rapport relatif aux rémunérations de l'année écoulée est toujours consultatif ;
- L'exigence de la fixation d'un ratio entre la rémunération moyenne des administrateurs et celle des salariés est allégée et se limite à une comparaison entre l'évolution des rémunérations des dirigeants et celle des salariés de la société ;
- L'exigence d'un plafonnement de la rémunération des dirigeants et des administrateurs devient purement optionnelle pour les États-membres.

(2.2) Rapport de la Commission JURI

Celui-ci marque une régression non seulement par rapport au texte du Conseil mais également par rapport à la proposition initiale de la Commission. Suite à l'échec des négociations au sein de la Commission JURI pour parvenir à un texte de compromis, la Commission JURI a adopté le projet présenté par le rapporteur, M. Cofferati, qui est *encore plus contraignant que celui de la Commission*.

- Outre l'exigence d'un double vote, *ex ante* et *ex post*, le rapport prévoit que le vote sur la politique de rémunération devient contraignant et qu'il doit intervenir lors de chaque modification de cette politique et dans tous les cas au minimum tous les trois ans. Le vote des actionnaires sur le rapport relatif aux rémunérations de l'année écoulée est consultatif. Il est précisé qu'une obligation est faite à l'émetteur, en cas de vote négatif, d'instaurer un dialogue avec les actionnaires afin d'identifier les raisons de ce vote négatif, et d'expliquer dans le rapport suivant la façon dont il a été pris en compte ;
- S'agissant du contenu de la politique de rémunération, le rapport reprend pour l'essentiel les propositions de la Commission, en y ajoutant toutefois les exigences selon lesquelles d'une part, les critères de performance doivent prendre en compte les politiques RSE et leurs résultats et, d'autre part, la valeur des actions ne doit pas jouer un rôle prédominant dans les critères financiers et la rémunération basée sur les actions ne doit pas représenter la part la plus importante de la rémunération ;
- S'agissant du rapport annuel sur les rémunérations, le rapport JURI reprend les propositions de la Commission sur le contenu de ce rapport (ratio par rapport à la rémunération des salariés, évolution de la rémunération par rapport à la performance et par rapport à l'évolution de celle des salariés) ;
- Enfin, le rapport JURI impose aux États membres de prévoir que les « parties prenantes » (« *stakeholders* »), notamment les salariés, peuvent exprimer leur point de vue, via leurs représentants, sur la politique de rémunération et sur le rapport annuel sur les rémunérations, avant que ceux-ci ne soient soumis au vote des actionnaires.

(3) Transactions avec des parties liées*(3.1) Texte de compromis du Conseil*

L'approche de la Commission est remplacée par un certain nombre de principes qui *préservent notamment le régime existant en France* :

- les transactions significatives doivent être approuvées *par le conseil ou par l'assemblée générale*, selon des procédures qui garantissent une protection adéquate des minoritaires et sans qu'une partie liée puisse tirer avantage de sa situation ;
- le texte maintient l'exigence de l'annonce publique des transactions significatives, qui devrait intervenir au plus tard le jour de l'approbation de la transaction (et non plus au moment de sa conclusion) ;
- les États membres peuvent prévoir que cette annonce publique s'accompagne d'un rapport (il ne s'agit donc que d'une option), qui évalue si la transaction est juste et raisonnable du point de vue des actionnaires ;
- la procédure de contrôle ne s'applique pas aux transactions courantes conclues à des conditions normales de marché, à la condition que ces transactions fassent l'objet d'une évaluation périodique par le conseil sans que la partie liée puisse y jouer un rôle déterminant ;
- les États membres peuvent exempter les transactions intra-groupe conclues entre une société et ses filiales.

(3.2) Rapport de la Commission JURI

Le rapport reprend certains des principes énoncés dans le texte du Conseil, tout en les renforçant sur certains aspects :

- approbation préalable de ces transactions par l'AG ou par le Conseil, leur approbation *a posteriori* par l'AG restant possible ;
- annonce publique des transactions significatives, qui devrait intervenir au plus tard le jour de leur conclusion (et non plus le jour de leur approbation, comme dans le texte du conseil, qui est plus satisfaisant). Ces conventions doivent par ailleurs être accompagnées d'un rapport (alors que cette exigence est optionnelle dans le texte du Conseil) indiquant notamment que la transaction est équitable et raisonnable pour la société et les actionnaires minoritaires (*Commentaire : le caractère équitable et raisonnable de la transaction doit exclusivement être apprécié du point de vue de la société dans son ensemble, ce qui comprend les intérêts de tous les actionnaires et non pas seulement ceux des minoritaires. La référence serait particulièrement absurde si la partie liée avec laquelle la transaction est conclue était un actionnaire minoritaire, ce qui arrive fréquemment*) ;
- suppression de l'exigence de détermination harmonisée de seuils de matérialité des transactions. Le rapport renvoie aux États membres le soin de fixer ces seuils, ainsi que d'exclure du champ du régime les conventions courantes conclues à des conditions normales et les conventions conclues au sein de groupes de sociétés.

(4) Reporting pays par pays et Tax ruling

Le rapport JURI modifie les directives Transparence (2013/50/UE) et Comptable (n° 2013/34/UE) pour introduire une obligation de *reporting* pays par pays sur le montant des impôts dus, ainsi que des obligations d'information relatives au *tax ruling* :

- obligation pour les "grandes entreprises (plus de 500 employés ; bilan annuel supérieur à 86 millions d'euros ou chiffre d'affaires net supérieur à 100 millions d'euros) et entités d'intérêt public" de publier dans les annexes aux comptes annuels un rapport par pays contenant les informations relatives aux recettes et aux dépenses nettes avant impôt, à l'imposition des bénéfices ou aux pertes, ainsi qu'aux subventions publiques perçues ;
 - obligation pour les « grandes entreprises » de divulguer également les informations relatives aux *tax rulings* répartis par État membre et par pays tiers dans lesquels ces entreprises ont des filiales.
-