



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

2017 – IV
Décembre 2017

n° 17-053

NEWSLETTER - EUROPE

(1) Prospectus – Suivi des consultations de l’ESMA du 6 juillet 2017 sur les mesures de niveau 2 du règlement Prospectus –Réunion entre *EuropeanIssuers* et l’ESMA

L’ESMA a publié le 6 juillet 2017 plusieurs documents de consultation sur les mesures de niveau 2 du règlement Prospectus 2017-1129 du 14 juin 2017 (consultation ouverte jusqu’au 28 septembre).

L’ANSA répondra, en lien avec EI, aux questions portant sur :

- Le format et le contenu du prospectus,
- La revue et l’approbation du Prospectus.

Tout en se félicitant des mesures de simplification proposées par l’ESMA, les émetteurs considèrent qu’il reste des marges additionnelles de simplification et d’allègement du prospectus. Par ailleurs, les émetteurs s’inquiètent de l’introduction de nouvelles exigences, dont certaines sont dénuées de toute base légale au niveau 1 et qui vont à l’encontre de l’objectif de simplification (ajout d’une note de couverture, localisation impérative des facteurs de risques, alignement seulement partiel sur le rapport de gestion...).

Au cours d’une réunion de suivi organisée entre *EuropeanIssuers* et l’ESMA le 5 octobre, les services de l’autorité européenne sont apparus sensibles à certains des arguments d’EI (mesures proposées n’entrant pas dans le champ du texte de niveau 1 ; *Operating and Financial Review*) tout en maintenant leur point de vue sur d’autres aspects (Prévision de résultats, adoption de *guidelines* sur les facteurs de risque à brève échéance; critères de revue et d’approbation)

Pour une analyse détaillée, voir annexe 1.

(2) Nouvelle proposition de règlement sur les autorités de supervision européennes

La Commission européenne a soumis à consultation le 20 septembre 2017, dans le cadre de l’initiative « *Better regulation* », un avant-projet de règlement modifiant les trois règlements sur les autorités européennes de supervision et visant à approfondir l’intégration financière. Ce projet s’inscrit dans le cadre de l’Union des Marchés de Capitaux (UMC). La consultation est ouverte jusqu’au 23 novembre 2017 et une synthèse des commentaires sera transmise par la Commission au Parlement et au Conseil. La Commission envisage de publier formellement la proposition finale de règlement d’ici le début 2018, en vue d’une adoption formelle du texte par le Conseil et le Parlement d’ici la fin 2018 et d’une mise en œuvre progressive trois mois après sa publication au JOUE pour l’ESMA et 24 mois pour les deux autres autorités de supervision.

Si, dans l’ensemble, le renforcement des pouvoirs et plus particulièrement des pouvoirs de convergence de l’ESMA paraît souhaitable, certaines extensions de compétence n’apparaissent pas véritablement justifiées. Le même constat vaut pour les propositions en matière de gouvernance, dont le principe peut être approuvé, mais dont certaines modalités conduisent à s’interroger sur l’efficacité du processus

décisionnel envisagé. Les émetteurs, en revanche, devraient marquer une opposition à un financement plus important par l'industrie.

Pour une analyse détaillée, annexe 2.

(3) Reporting pays par pays

A la suite de l'adoption en juillet 2017 du rapport du PE sur le projet de directive du 12 avril 2016 rendant obligatoire la publication d'un *reporting fiscal et comptable pays par pays* sous forme d'un amendement à la directive comptable de 2013, le Conseil subit actuellement des pressions croissantes (de la part de certains États-membres et du Parlement européen) pour parvenir, à brève échéance, à une position commune (ce qui permettrait d'engager les négociations au sein du trilogue pour parvenir à un texte identique entre les trois institutions européennes).

Il n'existe certes pas de minorité de blocage au sein du conseil pour s'opposer à l'adoption de la proposition de la Commission. Mais, dans le contexte d'incertitude globale liée à la situation de l'Allemagne., il est probable que les discussions au Conseil seront mises en attente tant que la situation allemande n'est pas réglée. En tout état de cause, la situation peut évoluer très rapidement et conduire à une adoption à brève échéance du texte par le Conseil en des termes peu éloignés de ceux du PE. Le texte qui pourrait faire l'objet d'un accord au sein du conseil est, pour l'essentiel, techniquement prêt. Il reste toutefois certains désaccords, notamment sur la clause de sauvegarde.

Il convient donc pour les émetteurs, tout en maintenant leur opposition frontale à la proposition de directive, d'anticiper cette évolution défavorable et d'envisager dès à présent la position de repli qu'il conviendrait de faire valoir pour limiter les effets négatifs du texte.

Pour une analyse détaillée, annexe 3.

(4) Droits des actionnaires – mesures de niveau 2

La directive 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires a été publiée au JOUE du 20 mai 2017. Cette directive d'harmonisation minimale doit être transposée par les États membres au plus tard le 10 juin 2019.

Les dispositions de la nouvelle directive relatives à l'exercice des droits des actionnaires doivent être complétées par des actes d'exécution que la Commission européenne doit adopter dans les 15 mois de l'entrée en vigueur de la directive dans les domaines suivants :

- L'identification des actionnaires (format de la demande de l'émetteur et des informations à lui transmettre, en ce compris leur sécurité et interopérabilité, ainsi que sur les délais à respecter) ;
- La transmission d'informations (types et formats de l'information à communiquer, en ce compris leur sécurité et interopérabilité, ainsi que sur les délais à respecter);
- La facilitation de l'exercice des droits des actionnaires (types de facilitation d'exercice des droits des actionnaires que la directive ne détaille pas).

La Commission européenne a compétence pour adopter ces mesures d'exécution, sous réserve de l'avis favorable du Comité Européen des Titres (*European Securities Committee*) qui représente les États-membres. La Commission s'est engagée à consulter également *EuropeanIssuers* qui a suggéré que soient pris en compte les *Market Standards for General Meetings* (ces standards volontaires, élaborés en 2010 sous l'égide d'*EuropeanIssuers*, concernent tant la transmission d'informations entre émetteurs et actionnaires que la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires). Par ailleurs, les émetteurs sont

spécifiquement représentés dans le groupe d'experts qui assiste la Commission dans la préparation des mesures de niveau 2.

La Commission devrait par ailleurs adopter des lignes directrices (« guidelines ») non contraignantes concernant la présentation du rapport sur les rémunérations.

Annexe 1 – Prospectus – Suivi des consultations de l'ESMA sur les mesures de niveau 2

Annexe 2 - Nouvelle proposition de règlement sur les autorités de supervision européennes

Annexe 3 – *Reporting* pays par pays

Annexe 1 -- Suivi des consultations de l'ESMA du 6 juillet 2017 sur les mesures de niveau 2 du règlement Prospectus – Réunion entre *EuropeanIssuers* et l'ESMA

L'ESMA a publié le 6 juillet 2017 plusieurs documents de consultation sur les mesures de niveau 2 du règlement Prospectus 2017-1129 du 14 juin 2017 (consultation qui s'est clôturée le 28 septembre). L'ANSA a répondu, en lien avec *EuropeanIssuers*, aux questions portant sur : (1) le format et le contenu du prospectus et (2) la revue et l'approbation du prospectus.

Au cours d'une réunion de suivi organisée entre *EuropeanIssuers* et l'ESMA le 5 octobre, les services de l'autorité européenne sont apparus sensibles à certains des arguments d'EI (mesures proposées n'entrant pas dans le champ du texte de niveau 1 ; *Operating and Financial Review*) tout en maintenant leur point de vue sur d'autres aspects (Prévision de résultats, adoption de *guidelines* sur les facteurs de risque à brève échéance; critères de revue et d'approbation).

Par ailleurs cette réunion a été l'occasion pour l'ESMA de préciser le calendrier des prochaines consultations sur les mesures de niveau 2 du règlement Prospectus :

- décembre 2017 : consultation sur les projets de standards techniques obligatoires (notion d'informations clés du résumé ; données transmises au mécanisme de stockage ; autres exigences liées à la publication du prospectus, telles que définies à l'article 20 du règlement Prospectus ; suppléments du prospectus ; notification du prospectus et communication des termes définitifs) ;
- premier trimestre 2018 : consultation sur une analyse coûts-bénéfices du règlement Prospectus ;
- deuxième trimestre 2018 : consultation sur des projets d'actes délégués concernant l'information minimale à communiquer en cas d'acquisition par voie d'échanges de titres, de fusions ou de scissions ;
- troisième trimestre 2018 : consultation sur des lignes directrices sur la divulgation des facteurs de risques.

On trouvera ci-dessous une présentation des propositions de l'ESMA qui ont été discutées au cours de la réunion du 5 octobre.

(1) Consultation sur le format et le contenu du prospectus

(1.1) Facteurs de risques

Rappel des difficultés résultant du texte de niveau 1 : L'article 16 du règlement Prospectus modifie le régime existant des **facteurs de risque**. Ne sont pris en compte que les risques significatifs et propres à l'émetteur et/ou aux titres. Les facteurs de risque devront être répartis en un nombre limité de catégories selon leur niveau d'importance relative déterminée par l'émetteur en fonction de leur probabilité d'occurrence et de l'amplitude escomptée des effets négatifs. L'ESMA est chargée de préparer des actes délégués sur l'évaluation par les autorités compétentes de la spécificité et de la matérialité des facteurs de risque.

Pour les émetteurs, le texte de l'article 16 est source d'incertitude et d'accroissement de leur responsabilité. D'une part, en effet, la sélection des facteurs de risque est susceptible de conduire à des négociations complexes avec le régulateur en vue de l'incorporation dans le prospectus des facteurs que l'émetteur souhaite inclure. D'autre part, la hiérarchisation des facteurs de risque en un nombre limité de catégories « selon leur probabilité d'occurrence et l'amplitude des effets négatifs escomptés » fait peser sur l'émetteur un risque de responsabilité accrue dans l'hypothèse où la hiérarchisation opérée est démentie par les faits.

Position de l'ESMA sur les mesures de niveau 2 : l'ESMA ayant indiqué que les facteurs de risques ne feraient pas, au moins dans un premier temps, l'objet de mesures de niveau 2, mais seraient traités par des lignes directrices, la consultation n'envisage pas ce point.

Au cours de la **réunion du 5 octobre 2017 avec *EuropeanIssuers***, l'ESMA a précisé d'une part, que l'adoption d'actes délégués serait suspendue pendant une période de trois ans afin d'évaluer si les *guidelines* à préparer s'avéraient suffisantes et, d'autre part, qu'elle préparerait ces *guidelines* à brève échéance (et non pas en deux étapes, c'est-à-dire après une harmonisation des pratiques des différentes autorités nationales dans la prise en compte des facteurs de risque, comme proposé par les émetteurs, v. *infra*).

Position des émetteurs sur la préparation des « guidelines » : *EuropeanIssuers* se félicite de ce que l'ESMA ait fait part de son intention de préparer des lignes directrices sur les facteurs de risque plutôt que de proposer immédiatement des mesures de niveau 2.

1^{ère} étape : *EuropeanIssuers* est favorable à une convergence accrue de la supervision des pratiques administratives des différentes autorités compétentes lorsqu'elles prennent en compte les facteurs de risque. Alors que certaines autorités de supervision autorisent ou encouragent la divulgation des techniques de réduction des risques en même temps que celle des facteurs de risque, d'autres empêchent les émetteurs de le faire.

2^{ème} étape : Les lignes directrices devraient définir des catégories de risques par nature. La meilleure approche consisterait à préparer une liste non exhaustive et non-contraignante des types de facteurs de risques, les émetteurs conservant la flexibilité d'ajouter d'autres types de risques.

Les émetteurs sont réservés vis-à-vis de la répartition des risques en 3 catégories (risque faible, moyen ou élevé – art. 16.1 du règlement 2017-1129) : alors que cette répartition ne constitue qu'une faculté pour les émetteurs selon le texte de niveau 1, il est craint qu'elle ne devienne obligatoire si des mesures de niveau 2 étaient adoptées.

Il conviendrait également de rechercher un alignement avec les exigences de divulgation des risques dans le cadre de la directive comptable. En conséquence, les facteurs de risque publiés dans le rapport de gestion requis par la directive comptable pourraient être incorporés dans le prospectus et éventuellement complétés par des facteurs de risque additionnels.

S'agissant de la hiérarchisation des facteurs de risque, les émetteurs sont préoccupés par l'identification des facteurs de risque les plus importants pour chaque catégorie et par la nécessité de préparer un supplément au prospectus dans le cas où l'ordre des facteurs de risque évolue au sein de chaque catégorie.

(1.2). Déclaration de conformité avec les directives Transparence et abus de marché

Rappel des difficultés soulevées par la consultation du 6 juillet 2017 : l'ESMA propose de rendre obligatoire la déclaration au régulateur selon laquelle les émetteurs se sont conformés aux exigences de la directive transparence et du règlement abus de marché pour pouvoir bénéficier du régime allégé réservé aux émissions secondaires.

Position des émetteurs : *EuropeanIssuers* s'oppose à l'introduction de cette déclaration de conformité qui n'est pas prévue par le texte de niveau 1 et qui est donc dépourvue de base juridique. L'article 14.1 du règlement prospectus fixe le champ d'application du régime simplifié et n'en subordonne pas le bénéfice à une telle déclaration de conformité.

Au cours de la réunion du 5 octobre 2017 avec *EuropeanIssuers*, l'ESMA a indiqué que, dans la mesure où le texte de niveau 1 prévoyait déjà l'exigence d'une déclaration de conformité pour le document d'enregistrement universel (article 9.11.a du règlement Prospectus), il lui paraissait logique de

l'étendre au régime des émissions secondaires. L'ESMA a indiqué qu'elle réexaminerait cette question compte tenu des objections d'*EuropeanIssuers*.

(1.3) Note de couverture

Rappel des difficultés soulevées par la consultation du 6 juillet 2017 : celles-ci tiennent à l'ajout de contraintes non prévues au niveau 1. L'ESMA propose ainsi :

- de rendre obligatoire la présence d'une *cover note* (trois pages max.), pratique qui était visée dans le passé par un Q/A.
- l'ESMA s'interroge également sur l'opportunité de prescrire l'ordre de présentation des rubriques, notamment celle des facteurs de risques (obligatoirement en section 3), ce à quoi s'opposent d'*EuropeanIssuers* et l'ANSA qui considèrent que l'ordre de présentation doit relever du libre choix de l'émetteur.

Au cours de la réunion du 5 octobre 2017 avec *EuropeanIssuers*, l'ESMA a indiqué que sa proposition résultait d'une pratique de marché qui s'était traduite par une note de couverture de plus en plus longue mais que sa position restait ouverte en la matière.

(1.4) Prévision et estimation (période passée non encore auditée) de résultats

Rappel des difficultés soulevées par la consultation du 6 juillet 2017 : l'hypothèse de prévision de résultat visée par la proposition de l'ESMA concerne celle qui a fait l'objet d'un communiqué de presse, et a ensuite été incorporée dans un prospectus (*outstanding profit forecast*). L'émetteur peut inclure soit la prévision inchangée, soit la modifier s'il l'estime nécessaire. Dans ce cas, la question se pose de savoir s'il doit produire un rapport du commissaire aux comptes (CAC). Dans le régime existant, l'émetteur a toute latitude pour inclure ou non la prévision dans le prospectus et, s'il le fait, il doit produire un rapport du CAC. L'ESMA a instauré une pratique modifiant *de facto* le texte de niveau 1 sur la latitude de l'émetteur à introduire ou non la prévision de profit dans le prospectus puisqu'elle considère que la publication de la prévision de profit qui a déjà fait l'objet d'un communiqué de presse (*outstanding*) fait présumer de son importance et oblige en conséquence l'émetteur à l'introduire dans le prospectus. L'ESMA maintient cette présomption dans le cadre de son projet d'avis technique et propose d'inclure les prévisions de profit dans le prospectus à la fois pour les titres de capital et de dette, mais suggère de supprimer l'exigence du rapport du commissaire aux comptes. L'ESMA invite, en contrepartie, les émetteurs à produire les hypothèses ("*full assumptions*") sur lesquelles la prévision de profit est fondée.

Position des émetteurs : *EuropeanIssuers* considère que l'exigence d'une prévision de profit doit être limitée aux émissions de titres de capital et s'est opposée au principe d'une extension de cette exigence aux émissions de titres de dette. Elle s'est par ailleurs opposée à la proposition de supprimer l'obligation de produire un rapport d'audit pour chaque prévision de résultats car l'alternative proposée (disclosure of "*full assumptions*") apparaît plus contraignante que la production du rapport du commissaire aux comptes.

Au cours de la réunion du 5 octobre 2017 avec *EuropeanIssuers*, l'ESMA a indiqué qu'elle considérait que la définition dans le texte de niveau 1 était trop large, ce qui apparaît contestable, et qu'elle maintenait sa proposition de rendre *de facto* obligatoire la publication de la prévision de résultats dans le cas d'un *outstanding profit forecast*. Elle a par ailleurs justifié la contrepartie à la suppression du rapport du CAC, à savoir l'exigence de produire les hypothèses ("*full assumptions*") sur lesquelles la prévision de profit est fondée, par la nécessité de protéger les investisseurs.

(1.5) Operating and Financial Review (OFR)

Rappel des difficultés soulevées par la consultation du 6 juillet 2017 : l'ESMA procède, dans un souci de simplification, à un alignement de la rédaction de la rubrique OFR (*Operating and Financial review*) du prospectus sur le rapport de gestion. Mais cet alignement reste partiel.

Position des émetteurs : *EuropeanIssuers* se félicite de la proposition d'aligner l'*Operational and Financial Review* (OFR) avec le rapport de gestion prévu par la directive comptable, ce qui va garantir que toutes les informations concernant les stratégies, les perspectives et les risques seront bien incluses dans l'OFR et facilitera l'incorporation par référence du rapport de gestion. Les propositions de l'ESMA restent cependant en deçà de l'objectif d'un alignement total : la section 9.1 (*Financial condition*) a été alignée avec le rapport de gestion, alors que la section 9.2 (*Operating results*) ne l'a pas été. *EuropeanIssuers* propose en conséquence d'étendre le principe de l'alignement à la section 9.2 dans la mesure où tout changement significatif notamment dans les états financiers doit être pris en compte dans le rapport de gestion.

Au cours de la réunion du 5 octobre 2017 avec *EuropeanIssuers*, l'ESMA a admis n'avoir pas perçu la nécessité d'un alignement total.

2.- Consultation sur la revue et l'approbation du prospectus

Rappel des difficultés soulevées par la consultation du 6 juillet 2017 : la principale difficulté tient au caractère indicatif ou exhaustif des critères de complétude, de compréhensibilité et de cohérence proposés. En effet, l'ESMA considère que ces critères, notamment de complétude, n'ont qu'une valeur indicative et qu'elle peut procéder à des investigations supplémentaires dans la mesure où celles-ci se limitent aux éléments d'information déjà publiés. Pour rappel, les critères d'approbation proposés sont identiques à ceux existants, mais précisés dans le détail.

➤ **Critères de complétude**

Dans le projet actuel, le critère de complétude est apprécié au travers de deux contrôles minimum qui ne devraient pas avoir un impact majeur sur l'instruction des documents puisqu'ils sont déjà réalisés par l'AMF :

- vérification que les bonnes annexes et modules ont été utilisés par l'émetteur,
- vérification de la complétude du document en ce qui concerne de l'information requise à chaque annexe utilisée.

➤ **Critères de compréhensibilité**

Dans le projet actuel, le critère de compréhensibilité est apprécié au travers de neuf types de contrôles minimums. Les impacts attendus pour les prospectus visés par l'AMF sont plutôt faibles :

- présentation d'une table des matières claire et détaillée,
- limitation des répétitions et doublons,
- taille de police permettant une lecture aisée,
- résumé rédigé dans un langage non technique et définition des termes techniques utilisés par nécessité,
- structure du processus permettant à l'investisseur d'appréhender facilement son contenu,
- prospectus expliquant les formules mathématiques et lorsque c'est possible décrivant clairement la structure du produit.

Dans le cadre des prospectus destinés à des investisseurs de détail, l'ESMA propose d'ajouter les critères suivants :

- prospectus rédigé dans un langage non technique,

- description claire de l'activité de l'émetteur,
- définition des termes spécifiques à certaines activités.

➤ **Critères de cohérence**

Ceux-ci sont appréciés au travers de quatre contrôles minimums qui ne devraient pas avoir un impact majeur sur l'instruction des documents puisqu'ils sont déjà réalisés par l'AMF :

- les risques significatifs et spécifiques développés dans le prospectus sont présentés dans le chapitre facteurs de risque,
- l'information présentée dans le résumé est nécessairement développée dans le prospectus,
- les montants présentés dans la section sont effectivement les montants levés,
- les informations financières annuelles sont en cohérence avec la description de l'émetteur et les facteurs de risque.

Position de l'ANSA : nous sommes d'accord avec les critères proposés par l'ESMA, sans préjudice de toute omission d'information conformément à l'article 18 du règlement Prospectus. Nous ne sommes pas opposés à la proposition portant sur la faculté qui serait offerte aux autorités compétentes de procéder à des investigations supplémentaires dans la mesure où celles-ci se limitent aux éléments d'information déjà publiés. D'une manière plus générale, nous ne pensons pas que l'ESMA doive proposer des critères plus détaillés ou additionnels dans son avis technique. Le moyen le plus efficace pour harmoniser les pratiques entre les autorités compétentes n'est pas nécessairement celui du recours à des mesures additionnelles de niveau 2 mais plutôt aux instruments dont dispose déjà l'ESMA (lignes directrices, recommandations adressées aux autorités compétentes et revue par les pairs).

Au cours de la réunion du 5 octobre 2017 avec *EuropeanIssuers*, l'ESMA s'est ralliée au point de vue de l'ANSA (*EuropeanIssuers* ayant une approche plus prescriptive).

Annexe 2. Nouvelle proposition de règlement sur les autorités de supervision européennes

La Commission européenne a soumis à consultation le 20 septembre 2017, dans le cadre de l'initiative « *Better regulation* », un avant-projet de règlement modifiant les trois règlements sur les autorités européennes de supervision et visant à approfondir l'intégration financière. Ce projet s'inscrit dans le cadre de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC). La consultation est ouverte jusqu'au 23 novembre 2017 et une synthèse des commentaires sera transmise par la Commission, au Parlement et au Conseil. La Commission envisage de publier formellement la proposition finale de règlement d'ici le début 2018 ; elle espère une adoption formelle du texte par le Conseil et le Parlement d'ici la fin 2018 et une mise en œuvre progressive comprise entre trois mois après sa publication au JOUE pour l'ESMA et 24 mois pour les deux autres autorités de supervision.

Dans sa proposition, la Commission suit une approche « horizontale » et procède par voie de modifications largement identiques pour les trois autorités de supervision, alors que la diversité de leurs compétences respectives appelait au contraire, à notre avis, une approche différenciée. L'objectif poursuivi est une intégration plus poussée de la supervision des activités financières et à cette fin la Commission propose de :

- renforcer les pouvoirs de l'ESMA, en intégrant d'une part des mesures visant à renforcer la convergence de la supervision; d'autre part, en donnant à l'ESMA de nouvelles compétences de supervision directe de certaines entités ou activités ;
- modifier la gouvernance des autorités européennes en créant un comité exécutif indépendant constitué de membres permanents et en lui déléguant d'importants pouvoirs de décision ;
- modifier le mode de financement, en développant la part de financement par l'industrie.

La présente note se limite aux modifications proposées concernant le règlement ESMA 1095/2010. Si, dans l'ensemble, le renforcement des pouvoirs et plus particulièrement des pouvoirs de convergence de l'ESMA paraît souhaitable, certaines extensions de compétence n'apparaissent pas véritablement justifiées(1). Le même constat vaut pour les propositions en matière de gouvernance, dont le principe peut être approuvé, mais dont certaines modalités conduisent à s'interroger sur l'efficacité du processus décisionnel envisagé (2). Les émetteurs, en revanche, devraient marquer une opposition à un financement plus important par l'industrie (3).

(1) L'élargissement du champ des compétences et des pouvoirs de l'ESMA

L'avant-projet de règlement prévoit d'une part, l'extension du champ des entités et des activités placées sous la supervision directe de l'ESMA et d'autre part, le renforcement de la coordination et de la convergence en matière de supervision.

(1.1) L'élargissement du champ des compétences de l'ESMA

L'avant-projet de règlement envisage d'élargir le champ des pouvoirs de supervision directe qui seraient confiés à l'ESMA. Si dans l'ensemble ces propositions peuvent être approuvées, certains ajustements apparaissent nécessaires, notamment à propos des prospectus de dette dont l'ensemble de la supervision devrait à notre avis être transférée à l'ESMA (cf. infra 1.1.5) et de la documentation commerciale des émissions spécialisées qui devrait au contraire être exclue du champ des nouvelles compétences de l'ESMA.

(1.1.1) **Fonds d'investissement** : les articles 4, 5 et 7 de l'avant-projet de règlement transfèrent à l'ESMA la responsabilité de l'agrément, de la supervision et du contrôle du respect des exigences réglementaires qui découlent du règlement 345/2013 sur le capital-risque, du règlement 346/2013 EuSEF sur les fonds d'entreprenariat social et du règlement 215/70 ELTIF sur les fonds

d'investissement à long terme, et de leurs gestionnaires pour la gestion de ces types de fonds. Ceci comprend également la supervision des exigences liées à la directive sur les fonds d'investissement alternatifs (AIFM), lorsque celles-ci sont applicables à la gestion des fonds EuVECA et EuSEF agréés au titre de la directive AIFM.

(1.1.2) **Marchés d'instruments financiers**

Fournisseurs de données réglementées : l'article 6 de l'avant-projet de règlement prévoit que l'agrément et la supervision des fournisseurs de données, tels que définies par le règlement 600/2014 (MiFiR), seront désormais de la compétence directe de l'ESMA.

Reporting des transactions : l'article 6 de l'avant-projet de règlement prévoit également que les prestataires de services d'investissement effectueront le *reporting* des transactions au titre du règlement 600/2014 MiFiR directement auprès de l'ESMA, qui mettra ensuite les informations à disposition des autorités nationales.

(1.1.3) **Indices de référence (*benchmarks*)** : l'article 8 de l'avant-projet de règlement modifie le règlement UE 2016/1011 concernant les indices utilisés comme indices de référence et renforce l'harmonisation de la surveillance de ces indices, qui servent à fixer le prix d'instruments ou de contrats financiers ou à mesurer la performance de fonds d'investissement. L'ESMA devient l'autorité compétente pour l'agrément et la supervision des administrateurs des indices de référence d'importance critique et des indices utilisés dans l'UE mais administrés en dehors de l'UE.

(1.1.4) **Innovation technologique** : l'article 8 de l'avant-projet de règlement requiert des autorités de supervision européennes qu'elles prennent en compte l'innovation technologique dans l'accomplissement de leur mission, notamment en ce qui concerne l'utilisation des données aux fins d'assurer l'intégrité des marchés, le fonctionnement ordonné et équitable des marchés, la prévention de l'utilisation des marchés à des fins illicites et la cyber-sécurité.

(1.1.5) **Prospectus** : l'article 9 de l'avant-projet de règlement modifie le règlement UE 2017/1129 « Prospectus » en transférant à l'ESMA le rôle d'autorité compétente de l'Etat-membre d'origine pour plusieurs catégories de prospectus. Les propositions de transfert sont justifiées par l'insuffisante convergence des pratiques nationales pour ces catégories de prospectus et sont fonction des critères suivants : caractère transfrontière des émissions et offres concernées, potentiel d'arbitrage réglementaire :

- Prospectus concernant l'admission à la négociation de titres obligataires sur un compartiment d'un marché réglementé accessible uniquement aux investisseurs professionnels (titres de dette « wholesale »). Le règlement Prospectus 2017/1129 a introduit cette catégorie de prospectus dans celles bénéficiant d'exigences d'informations allégées, dont celles de l'absence d'un résumé, lors d'une admission à la négociation sur un marché réglementé. Ne sont pas concernés par les propositions de la Commission les autres titres obligataires.
- Prospectus concernant les titres adossés à des actifs (« *asset backed securities* ») ;
- Prospectus concernant les titres de capital certaines catégories d'émetteurs spécialisés : les sociétés minières, immobilières, maritimes et de recherche scientifique ;
- Prospectus concernant les émetteurs de pays tiers.

Par ailleurs, l'ESMA deviendrait également compétente pour le contrôle de la documentation commerciale de ces prospectus.

L'ESMA serait dotée à cet effet de pouvoirs d'enquête et de sanctions administratives (amendes pouvant aller, dans le cas de personnes morales, jusqu'à 10 millions d'euros ou 6 % du chiffre d'affaires annuel).

Si l'élargissement du champ de la supervision directe de l'ESMA peut être approuvé, il devrait, dans le cas des prospectus de dette, être étendu à toutes les catégories de titres de dette, qui sont

très largement standardisés à travers l'Union et s'adressent quasi-exclusivement à des investisseurs professionnels. A l'inverse, il ne devrait pas s'étendre à la documentation commerciale des émetteurs spécialisés, compte tenu de l'importance des spécificités nationales, notamment en matière de droit des sociétés.

(1.1.6) **Abus de marché** : l'avant-projet de règlement prévoit un nouvel article 31b du règlement ESMA 1095/2010 renforçant le rôle de coordination de celle-ci dans l'ouverture et la conduite des enquêtes sur les abus de marché « lorsque des transactions ou comportements font naître des suspicions légitimes et ont des implications ou des effets transfrontières affectant l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité financière dans l'UE ».

(1.1.7) **Décisions d'équivalence avec les régimes de pays tiers** : l'avant-projet de règlement renforce le rôle de l'ESMA dans la préparation des décisions d'équivalence avec les régimes de pays tiers, qui resteraient cependant prises par la Commission. Il lui confie également la tâche d'assurer le suivi de ces décisions d'équivalence d'un point de vue réglementaire, de la pratique de supervision et des modalités de mise en oeuvre (*enforcement*) dans les pays tiers concernés.

(1.2) Le renforcement des pouvoirs de l'ESMA

L'article 3 de l'avant-projet de règlement renforce le rôle de l'ESMA dans la coordination de la supervision par les autorités nationales au travers de plusieurs dispositifs. Si ceux-ci peuvent être approuvés, on peut regretter que la Commission n'ait pas fait de propositions spécifiques pour harmoniser les pouvoirs et champs de compétence des autorités nationales de supervision, contrairement à ce qu'elle a proposé en matière de contrôle de la concurrence. La situation actuelle constitue en effet un frein important à la convergence et à la coopération entre ces autorités.

Manuel de supervision : l'avant-projet de règlement modifie l'article 29 du règlement ESMA 1095/2010 et prévoit que l'autorité de supervision européenne développe et maintienne à jour un manuel de supervision (« *Supervisory handbook* ») pour renforcer la culture de supervision commune entre les autorités nationales de supervision.

Plan Stratégique de Supervision : l'avant-projet introduit un nouvel article 29a dans le règlement ESMA 1095/2010 étendant son pouvoir de coordination générale et promouvant la convergence de la supervision au jour le jour des autorités de supervisions nationales. L'ESMA devrait définir ses priorités en matière de supervision sous forme d'un « Plan Stratégique de Supervision » de 3 ans au regard duquel les autorités de supervision nationales seront évaluées. Celles-ci devraient préparer un programme de travail annuel qui s'inscrirait dans le cadre de ce Plan Stratégique.

Revue indépendante : l'avant-projet de règlement modifie l'article 30 du règlement ESMA en vue d'accroître la valeur ajoutée des revues effectuées par l'ESMA : les « *peer reviews* » seraient remplacées par des revues indépendantes sous la responsabilité du Conseil exécutif (voir infra).

Procédure de violation du droit de l'Union : la Commission propose de modifier l'article 17 des trois règlements sur les autorités de supervision relatif à la procédure de violation du droit de l'UE en vue de faciliter l'accès des autorités européennes aux informations pertinentes en cas d'enquête pour violation ou non-application du droit de l'UE. L'ESMA serait ainsi en mesure d'adresser une demande d'information directement aux autorités de supervision ou aux participants de marché. Dans ce dernier cas, les autorités de supervision nationales seraient tenues informées et devraient apporter leur soutien à l'ESMA dans la collecte des informations requises.

Procédure de médiation : la Commission propose de modifier l'article 19 du règlement ESMA en introduisant au profit de l'autorité de supervision la possibilité d'engager, de sa propre initiative, une procédure de règlement des différends dans des situations transfrontières et en cas de désaccords constatés de manière objective entre les autorités de supervision nationales. Le texte modifié introduirait une

présomption de désaccord si le texte législatif (de niveau 1 ou de niveau 2) requiert une décision commune des autorités de supervision et si celle-ci n'est pas prise dans le délai imparti par le texte législatif.

Lignes directrices et recommandations : l'ESMA serait amenée, selon les propositions d'amendements de l'article 16 du règlement ESMA, à mieux rendre compte de son activité en matière de lignes directrices et de recommandations : l'ESMA devrait à l'occasion des consultations publiques qu'elle engagerait, procéder à des analyses coûts-bénéfices pour chacune d'entre elles. Par ailleurs, si une majorité qualifiée (des deux tiers) des membres des *Stakeholder groups* sont d'avis que l'ESMA excède en la matière ses compétences, ceux-ci pourraient transmettre leur avis à la Commission européenne qui procéderait à une évaluation des lignes directrices et recommandations et demanderait, le cas échéant, à l'ESMA leur retrait.

Ces propositions peuvent être approuvées. On regrettera toutefois que les Questions/Réponses ne soient pas incorporées, comme l'ont demandé de manière réitérée les émetteurs, dans le champ des mesures de niveau 3 soumises à consultation des parties prenantes.

Contrôle par l'ESMA de la supervision des délégations et de la sous-traitance : le projet de la Commission introduit un nouvel article 31a dans le règlement ESMA 1095/2010 lui donnant pouvoir pour coordonner la supervision des autorités nationales en matière de délégation et de sous-traitance. La coordination de l'ESMA s'exercerait aussi bien au niveau de l'agrément et de l'enregistrement des participants de marché que du suivi permanent de leurs activités.

Les autorités nationales de supervision seraient tenues de notifier à l'ESMA toute demande d'agrément ou d'enregistrement d'un intervenant de marché portant sur la sous-traitance, la délégation ou le transfert des risques d'une partie substantielle de son activité ou de ses fonctions clés en dehors du territoire de l'UE. L'ESMA pourrait émettre un avis dans les deux mois de la notification sur le point de savoir si l'agrément que l'autorité nationale de supervision envisage de prendre, contrevient ou non au droit de l'UE, y compris aux lignes directrices, recommandations ou avis de l'ESMA.

Collecte d'informations : aux termes de l'avant-projet, l'ESMA pourrait adresser directement aux institutions financières et participants de marché des demandes d'information qui sont normalement collectées par les autorités nationales de supervision et qui ne sont pas mises à disposition dans des délais raisonnables pour permettre à l'ESMA de remplir ses missions. Cette compétence serait assortie de pouvoirs de sanctions, sous le contrôle de la Cour de Justice européenne, dans le cas de défaut de communication des informations requises par les institutions financières ou les participants de marché.

(2) L'amélioration de la gouvernance de l'ESMA

Répartition des compétences entre le conseil Exécutif et le Conseil de surveillance

L'avant-projet modifie l'article 45 du règlement ESMA et remplace le Conseil d'administration de l'ESMA par un Conseil exécutif (*Executive Board*) composé de cinq membres permanents et indépendants des autorités nationales, ainsi que du président de l'ESMA, soit six personnes.

La sélection des membres du Conseil exécutif s'effectuerait sur la base d'un appel à candidatures organisé par la Commission européenne qui soumettrait ensuite pour approbation une « *short list* » de candidats au Parlement européen. Le Conseil des ministres nommerait les membres du Conseil exécutif, dont l'un assumerait les tâches du directeur exécutif actuel dont la fonction serait supprimée. La même procédure s'appliquerait au Président du Conseil Exécutif qui reste le principal représentant de l'ESMA.

La principale fonction du Conseil exécutif serait de préparer les décisions du Conseil de surveillance, qui resterait le principal organe décisionnaire de l'ESMA (à l'exception des pouvoirs expressément attribués au Conseil exécutif).

Le Conseil exécutif conserverait les fonctions actuellement dévolues au Conseil d'administration et relatives à la préparation du budget et du programme de travail des autorités nationales de supervision. Il

se verrait en outre confier des compétences spécifiques, de nature non-règlementaire et visant notamment à assurer une convergence effective de la supervision (cf. supra : revues indépendantes ; procédure de médiation ; procédure de violation du droit de l'Union ; contrôle de la supervision des délégations et de la sous-traitance ; préparation du Plan Stratégique de Supervision et supervision de la cohérence et de la mise en œuvre des programmes de travail nationaux). Chaque membre du Conseil disposerait d'un droit de vote, le Président ayant voix prépondérante.

Le Conseil de surveillance resterait en charge des principales orientations et des pouvoirs notamment de nature règlementaire (notamment les standards techniques) et d'approbation du budget. Sa composition serait élargie et comprendrait les membres permanents du Conseil exécutif mais sans droit de vote.

Si cette réforme assurerait une plus forte prise en compte de l'intérêt communautaire, notamment par le choix de personnalités indépendantes au sein du Conseil exécutif, il convient toutefois de souligner le nombre excessif des membres du Conseil exécutif qui affecterait l'efficacité de sa gestion, ainsi que la lourdeur du processus décisionnaire, le Conseil de surveillance ayant seul le pouvoir de décision notamment en matière d'agrément ainsi que pour les nouvelles compétences confiées à l'ESMA. Il serait préférable de déléguer ces compétences au Conseil exécutif et de les assortir, le cas échéant, d'un processus de contrôle renforcé par le Conseil de surveillance.

Rôle des *stakeholder groups*

Les propositions d'amendements de l'article 37 du règlement ESMA renforcent le rôle consultatif des parties prenantes : chaque fois que celles-ci ne peuvent parvenir à une position commune, au sein du groupe de l'ESMA constitué à cet effet, les membres de ce groupe représentant certaines parties prenantes pourront émettre un avis séparé.

On peut toutefois regretter que la composition et le fonctionnement de ces groupes consultatifs n'aient pas fait l'objet, compte tenu de leur insuffisante transparence, de propositions spécifiques.

(3) Un financement plus important par l'industrie et les participants de marché

L'avant-projet comporte également des propositions visant à modifier le mode de financement notamment de l'ESMA, ainsi que des estimations sur les besoins financiers et en ressources humaines. Aux termes de ces propositions, la part du financement par le secteur privé (industrie et participants de marché) serait substantiellement augmentée.

Mode de financement de l'ESMA

Les propositions de modification de l'article 62 du règlement ESMA prévoient que le financement de l'autorité de supervision européenne serait assuré par trois sources :

- Le budget général de l'UE qui financerait jusqu'à 40% du budget estimé de l'ESMA. Cette contribution est présentée comme devant équilibrer le budget de l'autorité de supervision européenne (*balancing contribution*) et il est permis dès lors de s'interroger sur le point de savoir si ce taux serait systématiquement atteint ;
- Les contributions des institutions financières relevant d'une part directement de la supervision de l'ESMA (déjà prévues dans le règlement en vigueur mais amenées à prendre une importance accrue, en raison de l'accroissement du champ de compétence de l'ESMA) et d'autre part indirectement de son champ de compétence. Ces contributions remplaceraient les contributions actuelles des autorités nationales de supervision au budget de l'ESMA (60%). Les contributions annuelles des institutions financières relevant indirectement du champ de compétence de l'ESMA seraient basées sur une charge de travail estimée de l'autorité de supervision européenne pour chaque catégorie de participants de marché. Ces contributions seraient recouvrées par les autorités nationales désignées par les États-membres. Un acte délégué précisera la répartition de ces contributions entre institutions financières sur la base de critères objectifs déterminés notamment en fonction de la taille de chaque institution financière ;

- Les honoraires payés à l'ESMA dans les cas spécifiés par divers instruments juridiques européens pertinents ;
- Les contributions volontaires des États membres et des observateurs (ce dernier terme n'étant pas spécifié) ;
- La rémunération des formations, publications et autres services requis par les autorités compétentes.

Le projet de règlement de la Commission entrerait en vigueur en 2021. Jusqu'à cette date, l'ESMA serait financée selon les termes du règlement existant.

Besoins en ressources humaines

L'avant-projet de la Commission précise les besoins additionnels en ressources humaines de l'ESMA. Ceux-ci seraient de 156 équivalents temps plein jusqu'en 2023, ce qui représente un doublement des effectifs actuels. Ces nouvelles ressources seraient réparties de la manière suivante :

- 7 personnes supplémentaires seraient affectées au Conseil exécutif (dont 4 membres supplémentaires) ;
- 40 personnes supplémentaires seraient affectées aux missions de supervision indirecte de l'ESMA (revues indépendantes ; Plan Stratégique de Supervision ; mission d'équivalence : missions concernant les FinTech ; coordination de la collecte d'informations et centralisation du *reporting* des transactions MiFiR). ;
- le solde des nouveaux recrutements, soit une centaine de personnes seraient affectées aux nouvelles missions de supervision directe.

Les émetteurs devraient s'opposer à l'accroissement du financement par les intervenants du marché. Le modèle existant, caractérisé par des structures et des pratiques de financement variant d'un État-membre à l'autre établit un équilibre satisfaisant entre les différents contributeurs, publics et privés, ainsi qu'entre les États-membres et l'UE.

Par ailleurs, le système existant donne compétence au Parlement européen d'exercer un contrôle budgétaire sur les autorités de supervision européenne et les tient de ce fait comptables de leurs activités, assurant de ce fait un contrôle démocratique qui, sans cela, ferait entièrement défaut.

En conséquence l'accroissement des ressources des autorités de supervision européennes devrait être satisfait en priorité par un accroissement de la contribution du budget de l'UE.

Annexe 3 -- Reporting public pays par pays

A la suite de l'adoption en juillet 2017 du rapport du Parlement européen sur le projet de directive du 12 avril 2016 rendant obligatoire la publication d'un *reporting fiscal et comptable pays par pays* sous forme d'un amendement à la directive comptable de 2013, le Conseil subit actuellement des pressions croissantes (de la part de certains États-membres et du Parlement européen) pour parvenir, à brève échéance, à une position commune (ce qui permettrait d'engager les négociations au sein du trilogue pour parvenir à un texte identique entre les trois institutions européennes).

Le texte qui pourrait faire l'objet d'un accord au sein du Conseil est techniquement prêt mais la présidence estonienne reste prudente. Des points de désaccord demeurent, notamment en ce qui concerne la clause de sauvegarde telle que prévue dans le texte de la présidence estonienne ¹ : 10 États-membres sont en désaccord avec le libellé proposé par la présidence estonienne ; 6 d'entre eux (FR, LU, SI, LT, MT, SE) considèrent que celle-ci ne devrait pas être limitée dans le temps (la présidence estonienne propose une clause limitée à 4 ans avec publication rétroactive des informations non divulguées au cours de cette période).

Il n'existe certes pas de minorité de blocage au sein du conseil pour s'opposer à l'adoption de la proposition de la Commission. A l'heure actuelle, seuls 9 États-membres (SE, HU, LU, LV, CZ, CY, DE, MT, IE) s'opposent à la base juridique proposée par la Commission alors qu'il en faudrait au minimum 12 pour constituer une minorité de blocage.

Ces discussions se déroulent par ailleurs dans un contexte d'incertitude globale liée à la situation de l'Allemagne. La **question centrale** est dès lors de savoir si les discussions au Conseil peuvent être mises en attente tant que la situation allemande n'est pas réglée. La présidence estonienne est pour cette raison très prudente. Par ailleurs, il n'est guère probable que la France, dont la position a évolué, encourage l'adoption d'un texte sans que l'Allemagne ait clairement pris position sur ce sujet.

Toutefois, dans ce contexte très politisé et volatil, la situation peut évoluer très rapidement et conduire à une adoption à brève échéance du texte par le Conseil en des termes peu éloignés de ceux du Parlement européen. Même si nous devons maintenir notre opposition frontale à la proposition de directive, il faut anticiper cette évolution défavorable et envisager dès à présent la position de repli qu'il conviendrait de faire valoir pour limiter les effets négatifs du texte (par ex. la mise en place d'une clause de sauvegarde non soumise à autorisation mais à un simple régime déclaratif et non limitée dans le temps, comme le soutient désormais la délégation française).

¹ La clause de sauvegarde proposée par la présidence estonienne dans le texte de compromis du 9 octobre 2017 prévoit que les États-membre peuvent autoriser les entreprises soumises à l'obligation de divulgation à omettre cette publication si celle-ci s'avérait « sérieusement préjudiciable à leur position commerciale ». Les informations ainsi omises devront être rendues publiques au plus tard quatre ans après la date de leur omission. Cette proposition marque un assouplissement par rapport à celle adoptée par le Parlement européen (omission pour une période maximale d'un an). Elle reste toutefois insuffisante pour les émetteurs.