



*Direction des affaires économiques,
financières et fiscales / Direction des affaires juridiques*

*Monsieur Fabrice DEMARIGNY
Secrétaire Général
Committee of European Securities Regulators (CESR)
11-13, avenue de Friedland
75008 PARIS*

Paris, le 31 janvier 2005

Monsieur le Secrétaire Général,

Vous trouverez ci-joint les commentaires du MEDEF sur la consultation de CESR sur le projet d'avis sur les mesures d'exécution de la directive Transparence.

Le MEDEF souhaite tout d'abord souligner l'extrême lourdeur de cette consultation, engendrée par un degré de détail totalement disproportionné et trop souvent inutile. Il n'est en effet par exemple pas nécessaire de consacrer près de 30 pages aux différentes options ouvertes concernant le mécanisme central de stockage. Malgré cet obstacle qui a eu pour conséquence de détourner de cette consultation un grand nombre de personnes pourtant concernées, le MEDEF tient à présenter les réponses suivantes aux questions de CESR :

Dissémination de l'information réglementée et conditions pour garder à disposition les rapports financiers périodiques

1/ Dissémination de l'information réglementée

a) Standard de diffusion par l'émetteur

Q1. : Ces standards sont-ils satisfaisants ?

Le MEDEF considère que les standards proposés en matière de diffusion de l'information sont satisfaisants.

b) Passage par un opérateur

Q.3 : Une délégation à un opérateur est-elle souhaitable ?

Le schéma de délégation proposé par CESR semble admissible.

Q.5 : Faut-il prévoir une procédure d'agrément des opérateurs par l'Autorité compétente ou laisser l'émetteur responsable de vérifier la qualité de la prestation de l'opérateur ?

Comme il l'avait déjà souligné dans le cadre d'une consultation de 2003 de la Commission des opérations de Bourse (devenue depuis l'Autorité des marchés financiers), le MEDEF n'est pas favorable à un véritable agrément des opérateurs. En effet, pareil agrément entraînerait des surcoûts importants pour les émetteurs. En revanche, une liste indicative, établie par les autorités compétentes, permettrait aux émetteurs de sélectionner leur opérateur de façon plus aisée et plus sûre.

Q.6 : Quels sont les standards minimum à respecter par l'opérateur ?

Les standards de sécurité, de réactivité et de traçabilité sont les plus importants aux yeux du MEDEF, qui n'a par ailleurs aucune objection à formuler sur les propositions de CESR.

Q.7 : Le passage par un opérateur doit-il être obligatoire ?

La seule obligation de l'émetteur, aux termes de la directive Transparence, est de procéder à une diffusion de l'information réglementée d'une façon assurant un accès rapide et non discriminatoire. Il n'est donc pas question de lui imposer en plus de passer par un opérateur, ce choix devant rester ouvert puisque le passage par un opérateur n'est pas le seul moyen de satisfaire aux exigences de la directive.

c) Dissémination par les médias

Q.8 : L'Autorité compétente peut-elle jouer le rôle d'opérateur ? L'opérateur de marché ?

Ces deux acteurs nous paraissent les plus appropriés pour remplir le rôle de canal de diffusion et de site central de stockage.

Q.9 : Faut-il viser une information qui parviendrait à l'ensemble des investisseurs potentiels de toute l'Europe ?

L'obtention d'une information parvenant à l'ensemble des investisseurs potentiels de toute l'Europe ne paraît possible qu'en privilégiant une diffusion électronique. **Le MEDEF tient particulièrement à souligner que l'émetteur doit rester maître du choix du support de diffusion entre la voie électronique et les modes de diffusion traditionnels.**

Q. 10 : Quelle solution minimise le risque de ne pas tous les atteindre ?

Le CESR propose trois solutions :

- l'opérateur doit vérifier qu'un média au moins publie l'information in extenso gratuitement sur son site Web en temps réel ;
- il le fait sur son propre site Web ce qui engendre une fragmentation de l'information s'il y a plusieurs opérateurs pour un émetteur ;
- l'information est publiée sur le site central de stockage (en temps réel pour les informations sensibles pour le cours et au plus vite – i.e. avant l'ouverture du jour de cotation suivant – pour les autres informations).

Du point de vue du MEDEF, la troisième solution est la mieux à même d'assurer la correcte information des marchés de l'Union européenne. Elle allie simplicité et efficacité.

d) Autres considérations

Le MEDEF partage les vues du CESR sur les points (1) à (3) du § 26. En revanche, la proposition de CESR de limiter le recours par l'émetteur à un seul opérateur ne nous paraît pas appropriée car le risque de fragmentation mentionné sera dans tous les cas résolu par le mécanisme de stockage central des informations.

Q. 12 : Ces principes sur la diffusion des informations repris en texte de niveau 2 sont-ils satisfaisants ?

Le MEDEF, sous réserve de la prise en compte des remarques présentées ci-dessus, n'a pas d'objection sur l'avis de niveau 2 du CESR.

2/ Laisser à disposition l'information périodique pendant 5 ans

La Commission propose, pour laisser à disposition l'information périodique pendant 5 ans, de la placer sur un site de stockage central (art. 17.1 de la directive). Le CESR considère cette proposition comme la meilleure solution pour répondre à l'obligation de laisser à disposition l'information périodique pendant 5 ans.

Q. 13 : Est-on d'accord ?

Le MEDEF approuve cette solution.

Q. 14 : Faut-il également prévoir un délai minimum de stockage pour toute l'information réglementée ?

Le MEDEF estime que cette question n'entre pas dans le mandat fixé par la Commission dans sa demande d'avis technique au CESR.

De plus, le délai de 5 ans pour la conservation de l'information périodique est fixé par le niveau 1, qui ne contient en revanche aucune disposition concernant un délai de conservation de l'information réglementée dans son ensemble. Ce point doit donc être laissé à l'appréciation de l'émetteur.

Rapport d'étape sur les mécanismes officiellement désignés (art. 17.1a), la mise en place d'un réseau électronique européen d'information sur les émetteurs (art. 18) et la transmission électronique (art. 15.4a)

1/ Mécanisme de stockage centralisé de l'information

a) un lieu ou plusieurs ?

Q.1 : Peut-on imaginer plusieurs lieux de stockage centraux ?

Q.2 : Selon le type d'informations ?

Q.3-4 : Comment résoudre les problèmes de fragmentation de l'information ?

Du point de vue du MEDEF, le plus important est de fournir une adresse unique de recherche de l'information pour les investisseurs et autres parties prenantes. Quant à l'organisation de

l'architecture technique sous-jacente, celle-ci ne doit pas entrer dans les considérations des textes de niveau 2.

Q.5-6 : Peut-on envisager plusieurs sites de stockage stockant chacun toute l'information réglementée ?

Q.7-8 : Vaut-il mieux un site unique ?

Une nouvelle fois, le MEDEF estime que le seul point important est qu'un site au moins soit complet, avec un système de re-routage si nécessaire.

b) Où fournir l'information ?

Q.9-10 : Quels sont les besoins de l'investisseur ? Choix entre fournir l'information réglementée sur le site de l'autorité compétente, directement sur le site de stockage ou prévoir les deux.

Le MEDEF est favorable à l'utilisation du site de l'autorité compétente qui présente les avantages de la sécurité, d'un faible coût et de la simplicité sans présenter d'inconvénients. De plus, cela n'empêche en rien des intérêts privés de mettre en place des services connexes selon leur propre mode de mise à disposition et de commercialisation.

c) Fourniture de l'information à stocker

Q.11 : Le CESR s'interroge sur le lien à établir avec l'obligation de diffusion de l'information et demande notre préférence entre quatre possibilités :

- (i) l'émetteur diffuse l'information et la transmet pour le stockage (deux étapes)
- (ii) le(s) site(s) de stockage est (sont) alimenté(s) par l'information diffusée dans les médias et par l'émetteur pour les parties non reprises in extenso par les médias
- (iii) alimentation par les médias et par un service de «capture de documents» qui s'occuperait de relayer aux sites de stockage toute l'information non reprise ou particulièrement volumineuse
- (iv) les opérateurs fournissent l'information au site de stockage qu'elle soit sensible ou non

Le MEDEF considère que la solution optimale, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs consiste en l'adoption de la première solution. En effet, l'émetteur supportant la responsabilité de la diffusion et de la transmission pour stockage, il doit pouvoir maîtriser ces processus. En revanche, il est évident pour le MEDEF que ces deux sites devront être interconnectés si les deux missions sont confiées à l'autorité compétente. De cette façon, une seule communication de l'information devrait être suffisante, ce qui réduira d'autant les risques de mauvaise transmission ou diffusion.

Les deux solutions consistant à alimenter le site de stockage principalement par l'information diffusée par les médias comportent en revanche beaucoup trop de risques d'erreur.

d) Responsabilité de l'émetteur pour le stockage

Q.13 : Quand l'émetteur est-il libéré de son obligation ?

- à l'envoi de l'information au site de stockage
- à la réception de l'avis de confirmation par le site de stockage
- lorsque l'information est disponible sur le site central ou sur le site de l'autorité compétente

L'émetteur doit évidemment être libéré dès la réception de l'avis de confirmation envoyé par le site central de stockage. En effet, l'émetteur ne maîtrise plus le processus à compter de ce moment. Le MEDEF préconise donc l'utilisation d'accusés de réception, ce qu'il avait déjà souligné en 2003 lors de la consultation de la COB sur le sujet.

e) Délai de dépôt sur le site

Q.14 : Faut-il un dépôt sur le site de stockage en temps réel pour les informations sensibles ?

Le MEDEF considère que le dépôt des informations sensibles sur le site de stockage central doit se produire en temps réel compte tenu de son choix de la troisième solution proposée par CESR à la question 10 (« l'information est publiée sur le site central de stockage (en temps réel pour les informations sensibles pour le cours et au plus vite – i.e. avant l'ouverture du jour de cotation suivant – pour les autres informations) »).

Q.15-16 : Qu'en est-il de l'information non sensible ?

Cf. réponse précédente. De plus, le site central devrait permettre un renvoi vers le site de l'émetteur qui contiendrait les informations non légales. Un rapide avertissement sur le site central devrait permettre d'éviter toute mise en cause de la responsabilité du site central pour le renvoi vers le site de l'émetteur.

f) Coût pour l'investisseur

Q.17-18 : Qui doit supporter le coût du site central : investisseurs, émetteurs, analystes, clients du site de stockage en échange d'un service ajoutant de la valeur à l'information, fonds publics ?

Le MEDEF recommandant l'utilisation du site de l'autorité compétente, il estime que les coûts de celui-ci doivent être supportés par le budget de fonctionnement de l'autorité compétente.

g) Gestion du site central

Q. 19-20 : Compte tenu de la capacité de stockage que cela nécessite, le CESR s'interroge sur l'opportunité de recourir à l'autorité compétente ou à une entité commerciale spécialisée.

Le MEDEF estime, comme souligné précédemment, que l'attribution à l'autorité compétente du rôle de stockage central ne présente pas d'inconvénients puisque cela n'empêche absolument pas un opérateur privé de fournir un service avec une valeur ajoutée et qu'en plus cela présente l'intérêt d'un service gratuit et officiel pour les investisseurs. De plus, la question d'un éventuel manque de moyens de l'autorité compétente nous semble être un faux problème puisqu'il suffit de se donner les moyens de le faire, compte tenu de l'importance des enjeux.

h) Rôle de l'autorité compétente

Q.21-22 : Quelle option est préférable ? Faut-il afficher le statut vérifié ou non de l'information ?

- | | |
|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (i) | diffuser l'information après vérification par l'autorité compétente |
| (ii) | diffuser l'information en précisant qu'elle fait l'objet d'un contrôle et pourra être modifiée |
| (iii) | diffuser tout de suite sans mention spécifique puis rectifier si la vérification a amené des modifications |

Le MEDEF considère que seule la troisième solution est adéquate en termes de délais et qu'il est préférable de diffuser tout de suite l'information sans mention spécifique puis de la rectifier si la vérification a amené des modifications. La deuxième solution ne peut être retenue car elle conduirait inmanquablement aux mêmes problèmes de délais de prise en compte de l'information par le marché que la première solution. Le MEDEF considère qu'il ne faut pas afficher le statut vérifié ou non de l'information puisque certaines informations font l'objet d'un contrôle a posteriori qui obligerait l'émetteur à aller modifier le statut des informations une fois la vérification effectuée.

i) Standards de qualité pour le site central

a. *Le CESR estime qu'un standard électronique unique serait souhaitable*

Q. 23-24 : Le CESR peut-il imposer un standard, type XBRL ?

Ce standard qui est connu par certains émetteurs français présente l'inconvénient de générer de très importants coûts de mise en place et de fonctionnement. Il ne peut donc pas être imposé aux émetteurs d'utiliser pareil standard.

b. *Sécurité*

Q.25 : Peut-on estimer que les efforts pour la sécurité doivent principalement être concentrés lors de la diffusion et moins pour le stockage ?

Q.26-27 : Quelles procédures de vérification de l'information reçue par le site commercial sont nécessaires ?

Le MEDEF plaçant pour une solution intégrée, il considère que le niveau de sécurité devra être le même pour toutes les informations, qu'elles soient sur le site de diffusion ou sur le site de stockage.

c. *Authentification de la source*

Q.28 : Doit-on imposer une vérification obligatoire de la source de toute information reçue par le site central ?

Pareille vérification peut facilement être effectuée en recourant par exemple au système du certificat électronique utilisé depuis longue date par les services du greffe du tribunal de commerce en France.

d. *Enregistrement chronologique des flux d'information*

Q.29-30 : Est-ce utile pour mesurer la performance du site central en terme de rapidité de mise à disposition de l'information ? Est-ce utile pour permettre à l'investisseur de trier les informations selon la date ?

Le MEDEF considère que l'enregistrement chronologique des flux d'information peut évidemment être utile mais que cette possibilité ne doit en aucun cas entraîner de coûts excessifs. Il nous semble d'ailleurs que CESR n'a pas à s'intéresser à un tel niveau de détail.

e. Accès à l'information par l'investisseur

Q.31 : Le format électronique doit-il être obligatoire ?

En pratique, le format électronique sera très probablement largement privilégié mais il ne nous semble pas souhaitable d'en faire une obligation.

Q.32 : Quelles obligations en terme d'informations de références pour faciliter les recherches ?

Le MEDEF est d'accord avec les propositions du CESR mais ne considère pas qu'il soit utile d'introduire de telles précisions au niveau 2.

Q.33 : L'investisseur doit-il pouvoir choisir la langue utilisée pour naviguer sur le site central entre toutes les langues de l'Union Européenne (c'est l'avis du CESR) ?

Oui

f. Horaires

Q.34 : Le site doit-il offrir ses services 24h/24h, 7j/7 ?

Oui, car les marchés mondiaux fonctionnent en relais 24h sur 24.

g. Mesures de récupération en cas d'incident

Q.35 : Le site doit-il accuser réception des informations réglementées ?

Oui

Q.36 : L'émetteur doit-il envoyer une copie papier si le site a un problème technique ?

Oui, mais uniquement en cas de problème.

h. Support technique

Q.38 : Le site central doit-il fournir un support technique ? Peut-il faire payer ce service ?

Ceci n'a pas à être fixé par des mesures d'exécution.

i. Identification de l'information réglementée

Q.39 : Faut-il mettre en place une démarcation entre information réglementée et autres informations.

Oui, il est important de faire cette distinction.

2/ Réseaux électroniques au sein des Etats membres et entre Etats membres

Q. 40 – Q46 : réseaux électroniques au sein des Etat membres

Ces questions ne nous semblent pas prioritaires dans la perspective de mesures de niveau 2.

Q.47 : Réseaux entre Etats membres

Vaut-il mieux privilégier un petit nombre de sites pour faire des économies d'échelle au niveau européen ?

Q.48-49 : Faut-il un site commercial ou au contraire des fonds publics ?

Q.50 : Les sites centraux doivent-ils être commerciaux ou pilotés par les autorités compétentes ?

Comme exprimé précédemment, le MEDEF a une nette préférence pour les systèmes rattachés aux autorités compétentes.

3/ Transmission électronique à l'autorité compétente

Q.52 : Sommes-nous d'accord que la transmission électronique est le meilleur moyen ?

Oui.

Q.53 : Faut-il une introduction graduelle avec une transmission papier en parallèle au début ?

Non.

Q.54 : Sommes-nous d'accord pour dire qu'il n'y a pas lieu de faire une procédure spécifique pour ceux qui publient occasionnellement des informations ou pour les PME ?

Oui, car il s'agit d'une possibilité d'utiliser le dépôt par voie électronique, et non d'une obligation. Il n'y a dès lors pas besoin de prévoir une procédure spécifique, ni pour ceux qui publient occasionnellement des informations ni pour les PME.

Q.55 - 57 : Quels sont les standards minima pour la procédure de transmission électronique ?

Ces standards doivent être fixés par l'autorité compétente et n'ont pas à être étudiés au niveau 2.

Agnès Lépinay

Directrice des affaires financières

Joëlle Simon

Directrice des affaires juridiques
