

CESR'S DRAFT TECHNICAL ADVICE ON POSSIBLE IMPLEMENTING MEASURES OF THE DIRECTIVE  
2004/39/EC ON MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS :  
ADMISSION OF FINANCIAL INSTRUMENTS TO TRADING ON REGULATED MARKETS  
SECOND CONSULTATION PAPER – FEBRUARY 2004 (REF. 05-023B)

**COMMENTAIRES DU MEDEF**

I. Exigences à satisfaire par les actions en vue de l'admission à la négociation sur un marché réglementé.

Le MEDEF salue l'approche de CESR consistant à reconnaître aux différentes catégories d'instruments financiers des caractéristiques propres devant impérativement être prises en compte lors de l'élaboration de la réglementation qui leur est applicable, notamment en matière d'admission à la négociation sur un marché réglementé.

Néanmoins, le MEDEF est en désaccord avec les propositions de CESR en matière de conditions supplémentaires à remplir pour obtenir l'admission d'actions à la négociation sur un marché réglementé.

Il faut noter tout d'abord que le MEDEF considère le nouveau concept de « marché viable » dont l'insertion est proposée par CESR comme totalement imprécis et inconnu à cette date par les acteurs des marchés, ce qui aura indéniablement des conséquences sur sa transposition et son application.

Ensuite, le MEDEF ne peut que s'opposer à la proposition d'imposer aux entreprises de marché de vérifier l'adéquation du « free float » en vue de l'admission à la négociation n'est pas acceptable pour le MEDEF. En effet, cette proposition va considérablement au-delà du texte de niveau I qui n'oblige les entreprises de marché qu'à « établir des règles claires et transparentes » et à vérifier le respect de celles-ci par les émetteurs d'une part et, d'autre part, à s'assurer que les instruments sont susceptibles « de faire l'objet d'une négociation équitable, ordonnée et efficace ». La mise en place de règles complémentaires doit résulter de la volonté expresse des entreprises de marché, qui sont les mieux placées pour apprécier les conditions nécessaires au développement et à la viabilité de leur marché. Dans ce cadre, la seule obligation qui peut être imposée aux entreprises opérant un marché réglementé est d'établir dans leur « rule book » une exigence objective de « free float » minimum à laquelle devront satisfaire tous les émetteurs et non d'évaluer ce « free float » sur une base individuelle (émetteur par émetteur).

Le MEDEF est d'avis que ce « free float » devra être calculé en recourant au premier critère proposé par CESR, à savoir la dispersion des titres dans le public, ce que le MEDEF comprend comme une référence à la part, exprimée en pourcentage, de titres détenus par le public. En effet, le second critère proposé (le nombre de titres émis) ne peut être considéré comme satisfaisant car il peut être adapté par l'émetteur de façon unilatérale.

Enfin, il ne peut être envisagé d'imposer aux émetteurs de fournir un niveau approprié d'information financière historique dans le cadre de la MIFiD. En effet, ce sujet est visé par la directive Prospectus qui fixe les données historiques à fournir de manière suffisamment précise. De plus, la directive Transparence impose de garder à la disposition du public les informations annuelles et semestrielles pendant cinq ans. La position de CESR pourrait donc contredire les exemptions mises en place par la directive Prospectus.

II. Obligation des marchés réglementés de vérifier le respect par les émetteurs de leurs obligations de publicité et de faciliter le flux d'informations.

La proposition de CESR d'exiger que les marchés réglementés remplissent les obligations de publicité incombant à un émetteur à sa place lorsque celui-ci est défaillant est inacceptable aux yeux du MEDEF car ces propositions vont au-delà des dispositions de la directive de niveau I qui exigent uniquement des marchés réglementés qu'ils « mettent en place les dispositions nécessaires pour contrôler régulièrement le respect des conditions d'admission des instruments financiers qu'ils ont admis à la négociation ». La sanction du non-respect de ces obligations incombe donc à l'autorité de marché compétente qui est la seule à pouvoir faire usage de sanctions. En effet, il faut souligner que la radiation de la cote est le seul moyen de pression dont disposeraient les entreprises de marché pour inciter un émetteur à remplir ses obligations, or ce moyen de pression conduirait à pénaliser plus gravement encore les investisseurs.

De même, le MEDEF ne comprend pas la partie de l'avis de CESR portant sur l'obligation imposée aux marchés réglementés de faciliter le flux d'information. En effet, d'une part la directive ne donne mandat à la Commission qu'en vue d'arrêter « les dispositions que doit prendre le marché réglementé (...) en vue de faciliter l'accès de ses membres ou de ses participants aux informations » et non en vue de faciliter un flux d'informations, notion aux contours imprécis. D'autre part, il semble inutile de prévoir que les marchés réglementés informent leurs membres et participants de la publication d'un nouveau prospectus relatif à une admission. En effet, selon l'article 14 de la directive Prospectus, ce document doit être mis à la disposition du public, ce qui englobe les membres et participants du marché. Le MEDEF considère donc que CESR peut uniquement exiger des marchés réglementés qu'ils indiquent, sur demande de leurs membres et participants, où le prospectus en question est accessible.

En revanche, le MEDEF partage la conclusion de CESR concernant les informations rendues publiques par application des directives Abus de marché et Transparence : les mesures de niveau 2 de ces textes sont suffisamment précises et ne nécessitent donc aucune mesure complémentaire.