

**CESR'S CONSULTATION PAPER ON POSSIBLE IMPLEMENTING MEASURES CONCERNING THE
TRANSPARENCY DIRECTIVE – STORAGE OF REGULATED INFORMATION AND FILING OF
REGULATED INFORMATION**

Ref. CESR/06-025

Commentaires du MEDEF

La fourniture d'informations financières pertinentes et facilement accessibles est un élément essentiel pour les investisseurs. La présente consultation de CESR présente donc un intérêt considérable dans le processus de construction d'un marché des services financiers unique.

Dans ce cadre, le MEDEF tient toutefois à appeler l'attention de CESR sur quatre points problématiques majeurs :

- La mise en place d'un guichet unique pour les investisseurs, sur lequel ils disposeraient d'une façon ou d'une autre de toutes les informations réglementées concernant tous les émetteurs européens est une très bonne décision. Mais ce guichet unique pour les investisseurs doit s'accompagner de la mise en place d'un guichet unique pour les émetteurs. En effet, selon les termes de la directive Transparence, les émetteurs devront réaliser trois opérations avec leur information réglementée : elle devra être transmise aux autorités compétentes, être diffusée et être mise à la disposition d'un mécanisme de stockage officiellement désigné. La réunion de ces trois opérations en une seule constituerait donc une simplification administrative très appréciable pour les émetteurs.
- Dans cette optique de guichet unique pour les émetteurs, le MEDEF considère que les autorités de régulation et de supervision compétentes sont les plus à même d'assurer les rôles de diffusion et de stockage de l'information réglementée. Le MEDEF a déjà fait part de ses commentaires sur ce point dans le cadre des consultations précédentes mais tient à répéter que les solutions retenues par CESR devraient inciter les autorités compétentes à assumer ces différents rôles.
- L'absence d'indications sur le coût et le financement des mécanismes de stockage (ci-après OAM) est problématique dans la mesure où elle empêche, du point de vue des émetteurs, tout choix de structure pour les OAM's. En effet, il est essentiel pour les émetteurs que la mise en place des obligations de diffusion et de stockage prévues par la directive ne se traduisent pas par une augmentation disproportionnée des frais relatifs à l'information réglementée, déjà très élevés à l'heure actuelle. Il faudra impérativement, pour que le système des OAM's gagne sa légitimité, que les avantages apportés par ceux-ci apparaissent clairement et justifient les éventuelles hausses de frais supportées par les émetteurs.
- Enfin, le MEDEF s'étonne de ne pas voir plus de développements sur la question de la responsabilité de l'émetteur en cas de mauvaise transmission de l'information. Il est par exemple totalement inconcevable que l'émetteur reste responsable du mauvais stockage ou de la mauvaise diffusion de ses informations alors qu'il l'a correctement transmis à un prestataire de services mandaté aux fins de diffusion ou de stockage.

Q1: Do you agree that, taking into consideration the main purposes of the Directive in relation to the OAM, end users of the OAM will be investors seeking information on issuers and that the specific needs of particular investors or users should be tackled by the OAM itself and not require further and more burdensome requirements on issuers or on the OAM itself? Please provide reasons for your answer.

Le MEDEF est d'accord avec la conception de CESR selon laquelle les utilisateurs des OAM seront des investisseurs personnels (par opposition aux investisseurs institutionnels ou professionnels) à la recherche d'informations sur les émetteurs. Le MEDEF est également d'avis que les besoins spécifiques de certaines catégories d'investisseurs doivent être satisfaits par les OAM eux-mêmes et si les OAM le souhaitent.

Il est évident que les seules exigences auxquelles il peut être demandé aux émetteurs de satisfaire doivent être celles mises en place par la directive Transparence. De plus, il semble, pour le MEDEF, que pareil point pourra utilement faire l'objet d'une saine concurrence entre les OAM, dans l'hypothèse où le schéma retenu conduirait à voir plusieurs OAM proposer leurs services dans chaque Etat membre.

Q2: Do you agree that, taking into consideration the main purposes of the Directive in relation to the OAM, what needs to be stored and to be accessed in the OAM is just the regulated information, as produced and disseminated by the issuer or more than that? If so, please provide reasons for your answer and indicate what kind of facilities you would expect and indicate how to cover the costs of such value added facilities.

Selon le MEDEF, l'objet des OAM est uniquement de procéder au stockage de l'information réglementée. En revanche, comme expliqué à la réponse précédente, rien ne s'oppose à ce qu'un OAM ne décide d'assortir ce service de base, le seul obligatoire, d'autres services.

Mais la fourniture de nouveaux services, non visés par la directive, ne peut en aucun cas être imposée, que ce soit aux OAM ou aux émetteurs. De même, le financement des ces nouveaux services ne devra en aucun cas être assuré de façon obligatoire et exclusive par les émetteurs.

Q3: Do you agree with the views above or do you envisage a more ambitious approach to "easy access"? If so, please indicate what facilities you would like to see in place and detail the additional estimated costs of implementing them, how to cover those costs and explain the advantages of such an approach.

Comme le précise CESR dans le paragraphe 29, imposer aux émetteurs la traduction de leur information financière réglementée constituerait une infraction aux mesures de niveau I.

Sous réserve de ne pas imposer de nouvelles obligations de traduction aux émetteurs, le MEDEF est en revanche favorable à la mise en place d'un outil de recherche qui soit accessible à chacun dans sa langue maternelle ou, au moins, dans la langue usuelle des affaires.

Q4: Do you agree with the views above or do you envisage a more developed approach for the network? If so, please detail what additional functionalities you would like to see and if possible, provide your opinion on the implications, namely in terms of costs, of setting up such a network. In considering the above, please take into account the alternative funding implications.

Q5: Do you see alternative technical solutions to those envisaged in this consultative document and permitting to reach the same goal, both for the designing of OAM's and for creating an EU "one stop shop"? If yes, please describe those solutions and provide estimates of costs and indications on the best way to cover them.

Le MEDEF adhère à la conception présentée par CESR et n'envisage pas de proposer d'autre solution technique pour remplir les objectifs assignés aux OAM.

Q6: Do you agree with the above? If not, please provide reasons for your answer.

Le MEDEF est totalement d'accord avec la conception présentée par CESR. En effet, seul un mode de stockage électronique est en mesure d'assurer un accès facile pour toutes les personnes intéressées au sein de l'Union européenne.

Q7: Do you agree with the above? Please provide reasons for your answer.

Il est essentiel que le format de fichiers utilisé par les OAM reste ouvert et que les émetteurs disposent de la possibilité de choisir le format qu'ils veulent utiliser.

En effet, l'utilisation de « solutions propriétaires » ou l'impossibilité de choisir son format entraînerait forcément des coûts de traitement de l'information supplémentaires pour l'adapter au format propriétaire ou au format choisi et pourrait donc également avoir des conséquences dommageables sur la mise en place d'un marché concurrentiel de la diffusion et de la distribution d'informations financières.

Q8: Do you agree with the above minimum standards of security?

Q9: Are there any additional standards on security CESR should consider?

Le MEDEF approuve les standards de sécurité présentés par CESR mais s'étonne que la question de la responsabilité de l'émetteur qui dépose son information réglementée sur le site de stockage ne soit jamais abordée par le document de consultation.

Il est en effet essentiel que l'émetteur ne puisse pas être tenu responsable du mauvais stockage de l'information réglementée qui serait consécutif à une erreur technique ou à une manipulation frauduleuse de la part d'une tierce personne ou, à tout le moins, à un problème qui ne serait pas consécutif à une erreur ou à une malversation de sa part.

Q10: Do you agree that there is no need for special or additional security standards if an electronic network of national OAMs at EU level is created?

Le MEDEF est d'accord pour considérer qu'aucun standard de sécurité supplémentaire n'est nécessaire si un réseau des OAM est créé, dans la mesure où les connexions nécessaires entre les différents OAM pour établir ce réseau répondent également aux conditions de sécurité posées pour les OAM eux-mêmes.

Q11: Do you agree with the above? Please provide reasons if you do not agree

Le MEDEF est d'accord avec les propositions CESR.

Q12: Do you agree with the above? Please provide reasons for your answer if you do not agree.
Q13: Are there any additional standards on time recording CESR should consider?

Le MEDEF adhère aux propositions CESR en matière d'horodatage des transmissions d'informations réglementées et ne souhaite pas présenter de suggestion complémentaire.

Q14: Do you agree with the above? Please provide reasons for your answer.

Le MEDEF encourage CESR dans sa volonté de ne pas adopter de standards différents selon le type d'informations réglementées et s'attend, comme CESR, à ce que les OAM offrent des services à valeur ajoutée en supplément de l'information réglementée qu'ils stockeront.

Le MEDEF considère que les standards auxquels ces services à valeur ajoutée devront obéir devront être fixés par le marché et non par les autorités compétentes.

Q15: Would you require searching capabilities in the language of international finance to be able to have "easy access" to the information stored?

Il est évident que le recours à la langue usuelle dans la sphère de la finance internationale constituera une facilité appréciable pour les utilisateurs des OAM et qu'un moteur de recherche fonctionnant dans cette langue est donc nécessaire.

Néanmoins, comme cela a déjà été précisé en réponse à la question 3, la mise en place de ce moteur de recherche dans la langue usuelle de la sphère financière internationale ne peut en aucun cas faire peser sur les émetteurs de nouvelles obligations de traduction de leur information réglementée.

Q16: Do you agree with the above standards in relation to technical accessibility? Please provide reasons for your answer if you do not agree.

Le MEDEF appuie les considérations de CESR dans le paragraphe 108 : il semble en effet plus prudent de laisser les OAM décider eux-mêmes du niveau de support qu'ils souhaitent fournir en raison du grand impact que cela peut entraîner pour les utilisateurs sur les coûts de consultation.

Q17: Do you agree with the above in relation to the format of information to be accessed by end users? Please provide reasons for your answer.

Le format électronique semble être la solution idéale au regard de l'impératif d'accès facile.

Deux remarques doivent toutefois être formulées :

- Le paragraphe 111 indique qu'il devra être possible de « *search, order and interrogate regulated information* ». Or, le MEDEF comprend ces termes comme signifiant qu'il devra être possible de faire des recherches dans le corps du texte des documents déposés sur le mécanisme de stockage. Ceci ne pourrait pas être accepté dans la mesure où tous les formats électroniques ne permettent pas cette recherche dans le corps du texte alors qu'ils présentent des caractéristiques requises au paragraphe 109 (« *must be held in a format that enables users to view, download and print* ») et qu'il est essentiel que le format de fichiers utilisé par les OAM reste ouvert (cf. question 7).
- Le paragraphe 114 précise qu'il ne sera pas demandé aux OAM de fournir une version imprimée de l'information en plus de la version électronique. Le MEDEF approuve ce choix mais considère néanmoins qu'il peut être exigé de l'OAM qu'il indique où peut être trouvée la version imprimée de l'information lorsque celle-ci est disponible.

Q18: Do you agree with the above? Please provide reasons if you do not agree.

Non, le MEDEF n'approuve pas la méthode de travail retenue par CESR en ce qui concerne le coût et le financement des OAM.

En effet, le fait de ne donner aucune indication relative à l'évaluation des coûts rend impossible l'évaluation des différents modèles de réseaux présentés dans les pages suivantes du document de consultation.

Le MEDEF recommande donc à CESR de poser à nouveau la question du modèle de réseau dans le document d'évaluation des coûts mentionné au paragraphe 122 lorsque celui-ci sera publié.

Q19: What are your views in relation to the issues being discussed above?

Comme mentionné à la réponse précédente, le fait de ne donner aucune indication relative à l'évaluation des coûts rend impossible l'évaluation des différents modèles de réseaux présentés dans le document de consultation.

Le MEDEF est néanmoins d'avis, sous réserve des résultats de l'étude complémentaire de CESR sur les coûts liés à la mise en place de ce schéma, que le meilleur système est le système C, tant du point de vue de la facilité d'accès pour l'investisseur que du point de vue de la facilité d'utilisation et du faible coût pour les émetteurs.

Q20: Do you agree with the above approach? Please provide reasons for your answer if you do not agree.

Oui, le MEDEF est d'accord.

Q21: Do you agree with the above approach? Please provide reasons for your answer if you do not agree.

Oui, le MEDEF est d'accord.

Q22: Do you consider that a competent authority can, within the limits set out above, change the standards over time in case new technological evolutions occur ?

Non, le MEDEF n'est pas d'accord.

La mise en place des standards et leur éventuelle mise à jour face aux développements technologiques doit être le fait du marché et non celui d'autorités administratives. Le fait de recourir à des formats de documents ouverts est un exemple de cette nécessité d'écouter les aspirations du marché et de ne pas mettre en place un cadre fermé.

Q23: Do you agree with the above approach? Please provide reasons for your answer if you do not agree.

Oui, le MEDEF est d'accord.

Il ressort également des questions précédentes (Q 20 à 22) que dans bien des cas l'organe le plus compétent pour assumer le rôle d'OAM sera sans nul doute l'autorité compétente de supervision des marchés. En effet, ces autorités sont les mieux placées pour juger de la forme et du contenu de l'information réglementée des émetteurs et constituent généralement un interlocuteur de référence en qui l'investisseur place toute sa confiance. Il serait donc plus efficace, de ce dernier point de vue, de confier ce rôle aux autorités compétentes.

Q24: Do you agree with the above interpretation of the purpose of filing and the conclusions made on basis of the interpretation? Please provide reasons for your answer.

Le MEDEF est d'accord avec la conception de CESR présentée au paragraphe 278 sous réserve des remarques qu'il a déjà formulées à propos de la responsabilité de l'émetteur aux questions 8 et 9.

Q25: Do you agree with the above conclusion? Please provide reasons for your answer.

Le MEDEF tient à souligner que les orientations présentées par CESR ne peuvent en aucun cas avoir pour conséquence d'empêcher les émetteurs de remplir leurs obligations vis-à-vis de leur autorité de régulation au moyen du même format électronique de document que celui qu'ils choisissent d'utiliser pour satisfaire à leurs obligations de stockage.

Q26: Do you agree with the above approach? Please provide reasons for your answer.

Le MEDEF partage l'opinion de CESR : il est nécessaire d'arriver à un régime de « filing » totalement électronique mais une période transitoire est nécessaire. De plus, comme exposé

précédemment, il sera impératif de ne pas empêcher les émetteurs voulant transmettre leur information réglementée sous forme électronique de le faire.

Q27: Do you agree with the above?

Q28: Is there a need for an additional level of detail? Please provide reasons for your answer.

Le MEDEF est globalement d'accord avec les propositions CESR mais s'oppose néanmoins à la dernière phrase du paragraphe 293 : il doit être possible pour l'émetteur de s'exonérer de sa responsabilité en faisant la preuve de la transmission de l'information réglementée à une personne spécialement chargée de sa diffusion à l'autorité compétente et/ou au marché.

Q29: Do you agree with the above or do you envisage particular issues that need to be dealt in relation to the validation procedure and the time stamping of regulated information? Please provide reasons for your answer.

Oui, le MEDEF partage l'approche retenue par CESR en matière d'horodatage des transmissions d'informations.

Q30: Do you consider that CESR should require specific forms to be used to file regulated information with the competent authority? Please provide reasons for your answer.

Q31: Do you consider that CESR should require specific input standards to be used to file regulated information with competent authorities? Please provide reasons for your answer.

Comme expliqué précédemment, le MEDEF considère qu'il est essentiel de laisser les émetteurs choisir le format de documents qu'ils désirent utiliser.

Ceci est particulièrement vrai en ce qui concerne les émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur les marchés réglementés de plusieurs Etats membres qui ne peuvent pas être soumis à autant de formats différents que d'autorités compétentes.

Les OAM et les autorités compétentes doivent toutefois conserver la possibilité d'offrir des modèles que les émetteurs pourraient utiliser s'ils en font le choix.

Q32: Do you agree with the above concepts of "alignment"?

Q33: Are there additional ways of alignment CESR should consider?

Le MEDEF tient à marquer un net soutien à la proposition exposée au paragraphe 306.

Il semble en effet logique, à l'heure où les autorités européennes tentent de mettre en œuvre un guichet unique pour les investisseurs, que soit mis en place un guichet unique pour les émetteurs, leur permettant en une opération de remplir les trois obligations qui leur incombent au titre de la directive transparence (dissémination, transmission à l'autorité compétente et stockage).

Ce souhait d'un guichet unique pour les émetteurs rejoint également le souci de voir les autorités compétentes jouer le rôle de mécanisme de stockage et de diffusion de l'information réglementée exprimé aux questions précédentes.

Q34 – Do you consider that CESR needs to expand this idea to properly address the mandate?

Non, CESR n'a pas besoin de développer ses idées sur ce point.