

# BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

## AVIS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

du 30 septembre 2003

**sollicité par le Conseil de l'Union européenne sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE [COM(2003) 138 final]**

(CON/2003/21)

(2003/C 242/06)

### Introduction

1. Le 28 avril 2003, la Banque centrale européenne (BCE) a reçu une demande de consultation de la part du Conseil de l'Union européenne portant sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (ci-après la «directive proposée»).
2. La BCE est compétente pour émettre un avis en vertu de l'article 105, paragraphe 4, premier tiret, du traité instituant la Communauté européenne, étant donné que la directive proposée est essentielle pour assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs et la stabilité financière. Conformément à l'article 17.5, première phrase, du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, le présent avis a été adopté par le conseil des gouverneurs de la BCE.
3. L'objectif principal de la directive proposée est d'améliorer la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés en augmentant la transparence de l'information fournie par les émetteurs d'actions et de titres de créance admis à la négociation sur les marchés réglementés européens. Plus particulièrement, la directive proposée améliore l'information financière annuelle donnée par les émetteurs, en particulier en harmonisant le délai de soumission des rapports annuels, révisé les règles existantes concernant l'information semestrielle en tenant compte des normes comptables internationales (IAS), étend l'information semestrielle aux émetteurs de titres de créance, introduit une nouvelle obligation d'information financière trimestrielle, améliore le cadre harmonisé actuel concernant la publicité des modifications des participations importantes dans des émetteurs de valeurs mobilières et modernise les règles communautaires existantes sur l'information donnée par les émetteurs.

### Appréciation générale

4. D'une manière générale, la BCE accueille favorablement et soutient la directive proposée, en ce qu'elle permet d'accroître l'efficacité des marchés financiers européens, de favoriser leur intégration et d'améliorer la stabilité financière. En outre, le développement de marchés financiers efficaces et compétitifs en Europe accroît le potentiel de croissance de l'économie. La BCE observe que la directive proposée constitue une composante essentielle du projet complexe de modernisation de la législation des marchés de valeurs mobilières en Europe, envisagé par le plan d'action pour les services financiers <sup>(1)</sup>. Le règlement sur l'application des normes comptables internationales <sup>(2)</sup>, la directive sur les abus de marché <sup>(3)</sup> et la future directive sur les prospectus <sup>(4)</sup> constituent la base d'une amélioration fondamentale de l'efficacité globale des marchés financiers européens. La directive proposée complète ledit projet en modernisant le cadre réglementaire européen en matière d'information financière et de publicité aux actionnaires.
5. L'introduction de normes de publicité harmonisées et améliorées aura des effets bénéfiques sur l'économie européenne en ce qu'elle favorisera l'efficacité des marchés, renforcera l'intégration des marchés financiers européens et contribuera à la stabilité financière de la zone euro. L'efficacité des marchés sera accrue car la divulgation d'informations actuelles, complètes et exactes par les émetteurs assure une meilleure recherche des prix. En retour,

<sup>(1)</sup> Approuvé par les chefs d'État et de gouvernement au Conseil européen de Lisbonne en mars 2000.

<sup>(2)</sup> Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales (JO L 243 du 11.9.2002, p. 1).

<sup>(3)</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (JO L 96 du 12.4.2003, p. 16).

<sup>(4)</sup> Position commune (CE) n° 25/2003 du 24 mars 2003 arrêtée par le Conseil, statuant conformément à la procédure visée à l'article 251 du traité instituant la Communauté européenne, en vue de l'adoption de la directive du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE (JO C 125 E du 27.5.2003, p. 21).

cela réduit les distorsions cachées en permettant aux marchés, aux émetteurs et aux investisseurs de comparer les possibilités d'investissement similaires en Europe, favorisant la concurrence et réduisant les incertitudes. Un cadre cohérent pour l'information financière de l'Union européenne (UE), exécuté correctement et uniformément, améliorera également la confiance des investisseurs dans l'intégrité du système financier européen et les encouragera à investir dans une gamme plus large de sociétés européennes. Cela engendrera une attribution plus efficace des ressources aux sociétés qui sont le mieux à même de les utiliser.

6. En outre, des obligations de publicité améliorées devraient réduire le coût du capital des sociétés. À cet égard, les propositions d'instaurer des normes plus strictes pour l'information financière intérimaire et de fournir une information financière fiable de manière périodique sont très importantes. Une plus grande publicité réduit l'incertitude associée aux affaires présentes et futures des sociétés. Cela favorisera la confiance des investisseurs dans les annonces des sociétés sur leurs résultats et tendra à réduire le coût du capital des sociétés. La justification du rapport entre la disponibilité des fonds et le niveau de publicité a été apportée par la théorie de l'agence. Dans un environnement comportant une asymétrie d'information entre la direction, les actionnaires et les détenteurs d'obligations, la publicité d'informations supplémentaires contribue à atténuer les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral, ce qui est récompensé par une réduction du coût du capital. De surcroît, les obligations de publicité ont un effet bénéfique sur les émetteurs en ayant une fonction disciplinaire à l'égard des directeurs de sociétés.

7. La directive proposée favorisera également l'intégration des marchés financiers européens, permettant ainsi d'exploiter tous les avantages potentiels de l'euro. L'harmonisation des normes de transparence dans toute l'UE encouragera une plus grande participation transfrontalière au marché, en particulier pour les valeurs mobilières émises par les sociétés. Les investisseurs qui recherchent des conseils fiables pour prendre des décisions seront protégés par des dispositifs harmonisés touchant à la transparence, à la cohérence et à la comparabilité des états financiers des sociétés cotées.

8. Enfin, la BCE escompte que la directive proposée aura également des effets bénéfiques sur la stabilité financière. Premièrement, le prix des valeurs mobilières reflétant plus exactement les perspectives de gain des émetteurs et les risques auxquels ces derniers sont exposés, les investisseurs seront mieux à même de contrôler les émetteurs et de prendre des mesures rectificatives en cas de déséquilibres financiers, réduisant ainsi les risques touchant à la stabilité financière. Deuxièmement, l'amélioration de l'actualité, de l'exactitude et de la cohérence de l'information mise à la

disposition des investisseurs rendra moins probable la découverte tardive de cas graves de mauvaise affectation du capital, réduisant ainsi la nécessité de mettre en œuvre des corrections de prix importantes. Il ne peut être exclu que l'augmentation de la fréquence et de la précision de l'information financière soit associée à davantage de fluctuations de prix à court terme. Cependant, les fluctuations de prix associées à des corrections importantes des anticipations devraient être moins prononcées à moyen terme. Dans l'ensemble, la volatilité des marchés devrait s'en trouver améliorée. Troisièmement, l'amélioration attendue de l'efficacité des marchés favorisera également la liquidité du marché, ce qui permettra aux marchés de mieux absorber les chocs. Enfin, la plus grande diversification transfrontalière des portefeuilles des investisseurs contribuera à atténuer la préférence domestique dans les décisions d'investissement. Cela renforcera alors la résistance globale du système financier européen aux chocs émanant des différents marchés financiers.

9. Toutefois, comme elle l'explique ci-après, la BCE estime que certains points méritent d'être reconsidérés. Ils concernent, en particulier, l'application de certaines dispositions de la directive proposée à la BCE et aux banques centrales nationales (BCN), les règles relatives aux rapports financiers semestriels, la cohérence avec les obligations de déclaration liées à la surveillance, les règles relatives aux autorités compétentes et la nécessité de viser les normes statistiques européennes.

#### **Application de la directive proposée à la BCE et aux BCN**

10. La BCE remarque que l'article 8 de la directive proposée exempte la BCE et les BCN, en tant qu'émetteurs souverains, des règles concernant l'information périodique (articles 4 à 6), mais pas des autres dispositions relatives à la publicité. Cela signifie que la directive proposée ne tient pas compte des missions spécifiques de la BCE, et notamment du fait que celle-ci soit chargée de la politique monétaire de la zone euro. L'application de la directive proposée à la BCE pourrait nuire à l'accomplissement des missions de celle-ci. En fait, la mise en œuvre de la politique monétaire unique peut, dans certaines circonstances, reposer sur l'émission de certificats de dette en tant qu'instrument de contrôle monétaire, ce qui peut avoir pour objectif d'ajuster la position de liquidité structurelle de l'Eurosystème envers le système bancaire de manière à créer (ou à accroître) un besoin de refinancement dans le système bancaire. En effet, la documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème<sup>(1)</sup> énonce qu'elle est compétente pour émettre des certificats de dette. La BCE considère que la nature spécifique de l'émission de certificats de dette en tant qu'instru-

<sup>(1)</sup> Annexe I de l'orientation BCE/2000/7 du 31 août 2000 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème, JO L 310 du 11.12.2000, p. 1. Orientation modifiée par l'orientation BCE/2002/2 (JO L 185 du 15.7.2002, p. 1).

ment de contrôle monétaire justifie que certaines dispositions de la directive proposée ne lui soient pas applicables.

directive proposée ne devrait s'appliquer à aucun des membres du SEBC.

11. L'application de certaines dispositions de la directive proposée à la BCE et aux BCN pourrait également porter atteinte à l'accomplissement de leurs missions spécifiques de politique monétaire. Ainsi, selon les articles 9 à 12, les BCN sont tenues de divulguer des informations concernant les participations importantes. À ce titre, la BCE observe que ces règles pourraient soumettre les banques centrales à un devoir de publicité concernant les valeurs mobilières qui leur sont données en garantie dans le cadre de l'accomplissement de leurs missions de politique monétaire, ce qui serait susceptible de compromettre le bon déroulement et l'efficacité des opérations de banque centrale. L'application de dispositions relatives à la publicité au titre de valeurs mobilières reçues en garantie pourrait également avoir des répercussions sur le bon fonctionnement du marché des pensions européen et être perçue comme contraire à l'objectif de simplification de l'utilisation des garanties financières par la limitation des formalités administratives qui est poursuivi par la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière <sup>(1)</sup>. Par conséquent, la BCE estime que cette question mérite d'être étudiée plus avant.

12. D'une manière plus générale, la BCE observe qu'elle-même et les BCN se sont vues conférer, soit par le traité et les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, soit par leurs propres statuts dans le cas des BCN non participantes, des missions spécifiques de politique monétaire, qu'il peut être difficile de concilier avec l'application de la directive proposée aux activités de banque centrale liées à la mise en œuvre de la politique monétaire. La BCE remarque que les caractéristiques propres des banques centrales ont déjà été reconues dans les directives en matière de réglementation des valeurs mobilières. Plus spécifiquement, les valeurs mobilières émises par la BCE et par les BCN seront exemptées des dispositions de la future directive sur les prospectus <sup>(2)</sup> mentionnée ci-dessus. Si l'application de règles harmonisées en matière de publicité aux valeurs mobilières émises par la BCE et les BCN n'est pas requise lorsque celles-ci sont offertes au public, par souci de cohérence les règles relatives à l'information continue prévues par la directive proposée ne devraient pas non plus leur être applicables. Cela n'exclut pas que, dans des cas particuliers, les BCN puissent être tenues de publier des informations à l'intention des investisseurs, car leurs actions sont parfois admises à la négociation sur les marchés réglementés. Dans de tels cas, des lois nationales appropriées devraient prévoir une telle publicité par les BCN, tenant compte de leur situation particulière. Conformément au traité, la BCE devrait être consultée sur de telles lois, afin de lui permettre d'évaluer leur compatibilité avec le traité et les statuts. Au regard de ce qui précède, la BCE estime que la

### **Rapports financiers semestriels (article 5)**

13. La BCE observe que, selon l'article 5 de la directive proposée, les émetteurs devront publier des rapports financiers semestriels, qui comprennent un jeu d'états financiers résumés et une mise à jour du dernier rapport de gestion. En principe, la BCE accueille favorablement cet article, qui va améliorer et harmoniser la recherche des prix dans l'ensemble de l'UE et qui tient compte des normes IAS. La référence aux normes IAS est bienvenue car elle soutient les missions de la BCE en matière de statistiques. Les normes IAS sont cohérentes pour l'essentiel avec les normes statistiques européennes et internationales. Dans ce contexte, la BCE souligne l'avantage qui réside dans le fait de veiller à ce que les normes statistiques et comptables européennes et internationales soient aussi cohérentes que possible. Cette harmonisation permettra d'utiliser la même source de données à diverses fins. Dans le même temps, la fiabilité des statistiques s'en trouvera accrue et la charge de déclaration qui pèse sur les émetteurs allégée. Toutefois, la BCE note que la directive proposée ne soumet pas les rapports financiers semestriels à un examen obligatoire par un auditeur. L'article 5, paragraphe 5, point c), prévoit que la Commission arrête des mesures d'exécution, dans le cadre de la procédure de comitologie, pour rendre cet audit obligatoire «en cas d'indice d'un besoin urgent de renforcer la protection des investisseurs dans toute la Communauté». Étant donné que les rapports financiers semestriels sont déjà soumis à un examen obligatoire par un auditeur dans certains États membres, la BCE est favorable à ce que l'audit soit rendu obligatoire dans l'ensemble de l'UE afin d'éviter des divergences au niveau national qui pourraient engendrer des inégalités quant à la qualité des données financières et statistiques et à celle de leur déclaration.

### **Information financière trimestrielle (article 6)**

14. La BCE remarque que l'article 6 impose aux émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, l'obligation de publier une information financière trimestrielle. Ainsi qu'il a déjà été indiqué, la BCE se félicite en règle générale des évolutions conduisant à un accroissement du niveau d'information, en termes de fréquence comme de qualité, concernant les émetteurs d'actifs financiers. Comme le souligne la Commission <sup>(3)</sup>, de nombreuses sociétés européennes faisant appel public à l'épargne publient déjà des informations trimestrielles. La BCE accueille favorablement la règle proposée, qui va harmoniser les normes touchant à ces informations. En pratique, il s'agit déjà d'une référence importante pour les investisseurs dans le suivi des sociétés. La publicité en temps utile de l'information périodique garantit que tous les participants des marchés financiers ont accès à l'information financière pertinente, contribuant ainsi à la recherche efficace des prix des actifs financiers. Toutefois, l'information trimestrielle ne devrait inclure que l'information jugée la plus importante pour les investisseurs, réduisant ainsi au minimum la charge pesant sur les émetteurs.

<sup>(1)</sup> JO L 168 du 27.6.2002, p. 43. Voir considérant 9.

<sup>(2)</sup> Article 1, paragraphe 2, points a) et b), de la position commune (CE) n° 25/2003.

<sup>(3)</sup> Exposé des motifs, page 16.

### Cohérence avec les obligations d'information liées à la surveillance

15. La BCE remarque que les émetteurs de valeurs mobilières, en particulier les entreprises réglementées, seront non seulement soumis aux règles de publicité contenues dans la directive proposée, mais devront également respecter les obligations d'information énoncées dans d'autres directives communautaires. Ainsi, les établissements de crédit faisant appel public à l'épargne doivent observer les obligations d'information énoncées dans la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice <sup>(1)</sup>, et les établissements de crédit comme les entreprises d'investissement seront soumis aux règles relatives à l'information qui seront comprises dans le troisième pilier de la directive sur l'adéquation des fonds propres <sup>(2)</sup>, à la suite de la révision de celle-ci. Afin d'assurer que la charge d'information globale pesant sur les établissements financiers cotés ne soit pas excessive, la Commission pourrait vérifier la possibilité d'accroître la cohérence entre les obligations d'information établies par l'UE pour servir des objectifs différents. Par exemple, selon l'article 9, paragraphe 1, de la directive proposée, un émetteur doit se voir notifier lorsqu'un détenteur de valeurs mobilières détient, comme suite à une acquisition ou à une cession, un minimum de 5 % des droits de vote ou du capital. Selon l'article 1, paragraphe 10, et l'article 16, paragraphe 1, de la directive 2000/12/CE, l'autorité de surveillance doit se voir notifier l'intention de détenir une participation importante de telle façon que la proportion de droits de vote ou de parts de capital détenue atteigne au moins 10 %. Dans la même veine, la Commission pourrait également envisager de rechercher une plus grande uniformité entre les obligations de publicité pesant sur les sociétés cotées énoncées dans la directive proposée et celles pesant sur les établissements financiers qui sont actuellement élaborées dans le cadre de la révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres.

### Règles relatives aux autorités compétentes (articles 20 et 21)

16. Au regard des dispositions concernant les autorités compétentes, la BCE souhaite formuler deux observations. Tout d'abord, l'article 20, paragraphe 1, prescrit aux États membres de désigner une autorité administrative compétente unique. En vertu de l'article 20, paragraphe 2, les États membres peuvent autoriser cette autorité compétente à déléguer certaines tâches à d'autres entités, telles que les opérateurs de marchés réglementés. Toute délégation de tâches est sujette à certaines conditions. En particulier, les entités en question sont tenues d'être organisées de manière à éviter d'éventuels conflits d'intérêts. Ainsi qu'elle l'a énoncé dans l'avis de la BCE sur la proposition

<sup>(1)</sup> JO L 126 du 26.5.2000, p. 1. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 2002/87/CE (JO L 35 du 11.2.2003, p. 1).

<sup>(2)</sup> Directive 93/6/CEE du Conseil du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (JO L 141 du 11.6.1993, p. 1). Directive modifiée en dernier lieu par la directive 2002/87/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 35 du 11.2.2003, p. 1).

de directive sur les prospectus <sup>(3)</sup>, la BCE estime que les mesures efficaces contre d'éventuels conflits d'intérêts gagneront en importance étant donné que de plus en plus de bourses sont transformées en entités «à but lucratif» tout en demeurant chargées des cotations et d'autres missions d'ordre public. Il est donc nécessaire de trouver des moyens réglementaires appropriés pour aborder et résoudre les conflits d'intérêts potentiels résultant de la nature changeante des bourses. Par conséquent, la BCE jugerait souhaitable que la Commission clarifie plus avant les mesures pouvant réduire les risques de tels conflits. De surcroît, d'autres précautions pourraient être prises contre les conflits d'intérêts, en faisant obligation aux entités non seulement d'être organisées de manière à éviter d'éventuels conflits d'intérêts, mais aussi de mettre en place des mécanismes permettant de gérer de tels conflits s'ils survenaient.

17. Par ailleurs, la BCE estime que la directive proposée pourrait envisager d'instaurer un domaine de coopération plus large entre les autorités concernées. Elle vise uniquement la coopération entre les «autorités compétentes» des États membres d'origine et d'accueil chargées de contrôler le respect de ses dispositions. Toutefois, il y aurait également lieu d'assurer la coopération avec les autorités nationales chargées de veiller à la surveillance prudentielle et à celle des règles de conduite des entités réglementées, telles que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur les marchés réglementés. Cela serait particulièrement approprié vu que certaines informations concernant les établissements financiers cotés devront être divulguées à la fois au public et aux autorités de surveillance concernées. Par conséquent, la Commission pourrait envisager d'insérer une disposition prévoyant la possibilité d'une coopération étroite entre les autorités de surveillance au sens de la directive proposée et les autorités de surveillance en matière prudentielle et de règles de conduite, pour autant que cela soit compatible avec l'obligation de secret professionnel.

### Nécessité de viser les normes statistiques européennes

18. Concernant l'article 9 relatif à la notification de l'acquisition ou de la cession de participations importantes, la BCE serait favorable à ce que la directive proposée précise que l'information relative à l'acquisition ou à la cession de participations importantes doit être fournie conformément aux normes statistiques européennes énoncées dans le SEC 95 <sup>(4)</sup>. Cela renforcerait la transparence et la qualité des informations, car celles-ci se fonderaient sur des définitions et des concepts harmonisés. En outre, la collecte distincte de ces données par la BCE et les BCN participantes dans le

<sup>(3)</sup> CON/2001/36.

<sup>(4)</sup> Figurant à l'annexe A du règlement (CE) n° 2223/96 du Conseil du 25 juin 1996 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans la Communauté (JO L 310 du 30.11.1996, p. 1). Règlement modifié en dernier lieu par le règlement (CE) n° 1267/2003 (JO L 180 du 18.7.2003, p. 1).

cadre des obligations de déclaration statistique établies par la BCE deviendrait superflue.

19. De même, la BCE accueillerait favorablement la mise en place d'un réseau informatique unique ou d'une plateforme de réseaux informatiques reliant tous les États membres, afin de faciliter l'accès du public aux informations devant être publiées en vertu de la future directive sur les prospectus et de la directive proposée, ainsi que le suggère l'article 18. Toutefois, la BCE serait favorable à ce que soient incluses des informations sur la classification sectorielle de l'émetteur et la classification par instrument des valeurs mobilières émises qui, autrement, devraient être

collectées séparément par la BCE et les BCN des États membres participants dans le cadre des obligations de déclaration statistique établies par la BCE.

20. Le présent avis sera publié au *Journal officiel de l'Union européenne*.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 30 septembre 2003.

*Le président de la BCE*

Willem F. DUISENBERG

---