

An English version is
available after page 13.

CE – Registre des représentants d'intérêts – Numéro AMAFI
Assoc 97498144

EC Consultation

**on the modernisation of the Directive 2004/109/EC
on the harmonisation of transparency requirements
in relation to information about issuers whose
securities are admitted to trading
on a regulated market**

- Commentaires de l' AMAFI -

1. L'Association française des marchés financiers (AMAFI) regroupe plus de 120 adhérents, soit plus de 10.000 professionnels de la bourse et de la finance, opérant sur les marchés d'actions et de dérivés. Environ un tiers des adhérents sont des filiales ou des succursales de groupes étrangers.

2. L'AMAFI apprécie la possibilité qui lui est donnée de pouvoir répondre au document de consultation (CD) émis par La Direction générale Marché intérieur et services (DG Markt) de la Commission européenne sur la modernisation de la Directive 2004/109/EC (la Directive Transparence ou TD). Elle souhaiterait également indiquer qu'elle apprécie la façon dont le processus de consultation a été mené. Le délai de trois mois qui a été accordé pour soumettre les contributions à la DG Markt est un délai raisonnable qui a permis à une association professionnelle telle que l'AMAFI de consulter ses membres de manière appropriée et d'élaborer sa réponse dans des conditions suffisamment bonnes.

3. Cela vaut la peine d'être noté au moment où le nombre de consultations émises par les diverses autorités (internationales, européennes et nationales) opérant dans le secteur financier a augmenté de manière significative avec, corrélativement, dans un certain nombre de cas, une réduction importante des délais de consultation (à peine un mois et parfois moins) au point qu'il n'est plus possible de considérer alors qu'il s'agit d'une consultation de Place équitable et digne de ce nom. En particulier, l'AMAFI s'est montrée très critique des conditions dans lesquelles, en janvier 2010, CESR a consulté la Place, en moins de deux mois, sur sa "*proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlement to acquire shares*". Il est donc particulièrement juste de reconnaître que la présente consultation de la Commission européenne, sur un sujet très important, s'est déroulée dans de bonnes conditions.

RESUME

I. L'attractivité des marchés réglementés pour les PME cotées

- Il est important de s'assurer que les PME bénéficient d'un accès facile aux marchés réglementés qui constituent une source importante de financement pour les sociétés, et de les encourager à rester cotées ;
- Alléger pour les PME cotées certaines des obligations imposées aux sociétés cotées réduirait nécessairement certains coûts liés à la cotation. Ce type de mesures devrait être bénéfique à condition que cela n'affecte pas le niveau de transparence nécessaire à la protection du marché et des investisseurs. Il ne faudrait pas non plus que cela crée un système plus complexe avec une multitude de catégories et d'options qui le rendrait inévitablement plus difficile à comprendre ;
- Le seuil à retenir dans la définition des PME cotées devrait être au moins égal à 1 milliard d'euros.

II. Information sur la détention de droits de vote – Déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire.

- Dans la grande majorité des cas, les dérivés impliquant un règlement en numéraire ne sont pas utilisés afin d'avoir accès aux droits de vote. Ils représentent une source importante de liquidité pour le marché et on ne devrait pas décourager leur utilisation ;
- Le contexte de la matière présentée dans le document de consultation doit être clarifié car certaines dispositions sont quelque peu ambiguës et pourraient être trompeuses ;
- La déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire serait bénéfique pour le marché à condition (i) qu'elle soit effectuée d'une manière qui soit pertinente et qui donne au marché les informations dont il a besoin, sans le surcharger de données inutiles et de nature à créer la confusion et (ii) qu'un régime harmonisé de déclaration soit mis en place dans toute l'UE ;
- L'agrégation des dérivés impliquant un règlement en numéraire aux droits de vote et aux autres instruments financiers est incompatible avec les objectifs décrits ci-dessus ;
- La déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire devrait uniquement être effectuée par un système de déclaration séparée et uniquement pour les positions significatives (10% minimum) ;
- Trois propositions sont formulées pour assurer une notification adéquate et pertinente de ces instruments (cf. § 23 à 26). L'AMAFI souhaiterait mettre particulièrement en avant la 3^{ème} proposition : elle consiste à déclarer les dérivés impliquant un règlement en numéraire indépendamment des droits de vote et instruments « assimilés » pour les positions significatives (10% minimum) seulement, à moins que et jusqu'à ce que la détention de droits de vote et instruments « assimilés » atteigne les seuils légaux générant l'obligation de les déclarer (à partir du seuil de 5%). Une fois que ces seuils sont franchis, alors, les dérivés impliquant un règlement en numéraire devraient être déclarés, quel que soit le pourcentage qu'ils représentent.

III. Autres questions

- La nécessité d'une harmonisation complète dans toute l'UE doit être gardée à l'esprit en relation avec toutes les autres questions soulevées dans le document de consultation.
- En particulier, il serait hautement souhaitable d'établir dans toute l'UE un même régime de déclaration de franchissement de seuils par le biais d'un Règlement européen directement applicable. A défaut, il devrait être interdit aux Etats membres d'adopter des mesures plus strictes que celles établies par la TD.
- L'harmonisation est particulièrement nécessaire en ce qui concerne les méthodes utilisées pour prendre en compte les produits dérivés. L'AMAFI estime qu'ils devraient être calculés sur une base « delta-adjusted ». D'autres questions, telle celle du traitement des prêts de titres ou des paniers d'actions et d'indices, nécessitent une clarification et harmonisation à travers l'UE.

REPONSES AUX QUESTIONS SOULEVEES PAR LA DG MARKT

I. Attractiveness of regulated capital markets for small listed companies

4. L'AMAFI n'est pas en mesure de répondre spécifiquement à chacune des questions (1 to 10) soulevées dans le CD. Toutefois, elle souhaiterait faire quelques observations générales sur le sujet.

5. Tout d'abord, elle estime qu'il est important de s'assurer que les PME aient accès aux marchés réglementés, en particulier du fait que les marchés financiers seront amenés, dans les années à venir, à jouer un rôle de plus en plus important dans le financement des sociétés. Il ne s'agit pas uniquement de favoriser leur accès aux marchés réglementés ; il s'agit également de les encourager à rester cotées et à ne pas sortir du marché. En conséquence, l'AMAFI approuve les initiatives en cours qui visent à rendre les marchés réglementés plus attractifs pour les PME.

6. L'AMAFI considère aussi qu'une réduction des coûts liés à la cotation serait un élément important à prendre en considération qui pourrait être atteint par un allègement de certaines obligations imposées aux PME. L'AMAFI est parfaitement consciente, cela étant, du fait qu'un tel allègement ne doit pas affecter le niveau de transparence nécessaire à la protection des investisseurs et du marché. Il ne doit pas non plus engendrer un système plus complexe avec diverses catégories et options qui serait inévitablement plus difficile à comprendre.

7. Parmi les mesures qui seraient efficaces sans présenter d'inconvénients, il y a la possibilité d'étendre la date limite de publication des comptes semestriels. Non seulement une telle mesure réduirait la charge que représente la préparation de ces comptes, mais elle permettrait aussi d'éviter que, plus ou moins au même moment, le marché se trouve surchargé d'informations financières. Différer légèrement les délais de publication pour les PME aurait l'avantage de donner à leurs informations financières une meilleure visibilité.

8. Le fait que les PME aient une plus faible visibilité constitue un problème important qui devrait certainement être traité. Cette question devrait toutefois être analysée non seulement par rapport aux obligations de transparence, mais également par rapport aux questions couvertes par la directive MIF. Ceci devrait être gardé à l'esprit dans le contexte de la prochaine révision de cette directive.

9. La question de la définition de ce qu'est une PME est essentielle. A cet égard, l'AMAFI souhaiterait souligner qu'il est important de retenir un critère de capitalisation boursière qui ne soit pas trop bas et qui, en tout état de cause, ne devrait pas être inférieur à un milliard d'euros.

II. Information about holdings of voting rights

10. Avant de répondre aux questions spécifiques concernant la déclaration de la détention de dérivés impliquant un règlement en numéraire, l'AMAFI voudrait faire un commentaire concernant les affirmations introductives contenues dans le premier paragraphe en rapport avec "*Information about holdings of voting rights*". Il ne fait aucun doute que certains domaines ne sont pas couverts par la TD. Mais, que ce fait donne lieu ou non à des "*insufficient transparency levels*", comme cela est affirmé dans ce paragraphe, est une question d'appréciation que la présente consultation devrait précisément essayer d'évaluer.

11. Plus important encore, l'AMAFI considère qu'il ne peut pas être affirmé, comme s'il s'agissait d'un fait indiscutable que *"as a result, the price formation mechanism may be inefficient"*. Dans son document de consultation (CP) très approfondi concernant la *"Disclosure of Contracts for Difference"* (CfDs) de novembre 2007, la FSA a identifié de possibles défaillances de marché (parmi lesquelles la possibilité d'une formation inefficace des prix) qui pourraient avoir pour origine un manque de transparence de tels instruments financiers. La FSA a alors procédé à une analyse détaillée visant à déterminer si une telle défaillance a effectivement existé. Elle a conclu que *"without the exception of insider trading, the pure economic interest of CfDs does not appear to create a significant problem of inefficient price formation"*¹. Par ailleurs, dans son second document de consultation d'octobre 2008 contenant le "Feedback" de sa précédente consultation, la FSA a conclu que *"we have no evidence of any market failure in respect of inefficient price formation caused by a lack of transparency of CfDs.... There was no evidence supplied by respondents to the CP that increased transparency would deliver significant price formation benefits"*².

Ces conclusions sont particulièrement intéressantes dans la mesure où elles proviennent d'une autorité, la FSA, qui, en définitive, a adopté, en ce qui concerne la déclaration de CfDs, un régime très strict (voir en particulier les développements ci-dessous aux § 14 et 21). Enfin, l'AMAFI n'a pas connaissance de nouvelles études qui contrediraient les conclusions de la FSA à cet égard. En conclusion, il apparaît donc que l'affirmation ci-dessus est clairement trompeuse et regrettable.

➤ Disclosure of cash-settled derivatives

⇒ **Question 11: Would the disclosure of holdings of cash-settled derivatives be beneficial to the market?**

⇒ **Question 12: If the Transparency Directive was to require holders of cash-settled derivatives to disclose their positions,**

- **Question 12.1: should holdings of cash-settled derivatives be aggregated to holdings of voting rights and/or of financial instruments giving unconditional access to voting rights for the purposes of calculating whether the threshold triggering the disclosure obligation is reached or crossed?**
- **Question 12.2: and if such disclosure of cash-settled derivatives should be done independently of voting rights and of other financial instruments, which threshold should be applied? E.g. (i) the thresholds provided in Article 9(1) TD should be applied (5%, 10% etc); (ii) the lower/initial threshold for this kind of disclosure should be significant and higher than the 5% foreseen in Article 9(1) TD (e.g. at least 10% or higher); (iii) other).**

✚ **Les dérivés impliquant un règlement en numéraire sont une source importante de liquidité pour le marché. Dans la grande majorité des cas, ils ne sont pas utilisés dans le but de permettre un accès aux droits de vote**

12. Avant de répondre aux questions mentionnées ci-dessus, l'AMAFI voudrait souligner que, dans la grande majorité des cas, les dérivés impliquant un règlement en numéraire sont utilisés pour leur fonction première qui consiste à procurer une exposition économique à l'émetteur et non pour donner accès à des droits de vote. Cela a été noté en particulier par CESR dans son récent document de

¹ FSA - CP 20/07 November 2007 - voir § 3.16

² FSA - CP 17/08 October 2008 - voir "our response" dans le § 2.10

consultation (CESR/09-1215b) de janvier 2010 (“CESR’s CP”)³. CESR a également souligné le fait que de tels instruments financiers constituent “*an important source of liquidity to the market*” et que l’on ne devrait pas décourager leur utilisation. Bien entendu, l’AMAFI a connaissance des quelques cas très largement médiatisés dans lesquels des instruments de ce type ont été utilisés pour acquérir ou influencer l’exercice de droits de vote. Toutefois, et sans nier leur importance, il devrait être noté qu’il n’y a eu qu’un très petit nombre de cas de ce type (5 au total selon le CP de CESR).

13. Naturellement, cela ne signifie pas que la question ne devrait pas être considérée avec soin. Cependant, l’approche à adopter pour essayer de trouver une solution adaptée à cette question devrait être proportionnée et équilibrée. A ce propos, l’AMAFI considère que la question la plus importante ne consiste pas à savoir si les dérivés impliquant un règlement en numéraire devraient ou non être déclarés : pour les raisons mentionnées ci-dessous, il ne fait pas vraiment de doute que la réponse à cette question doit être affirmative. La problématique essentielle réside dans le fait de savoir comment une telle déclaration doit être effectuée et en particulier, si elle doit prendre la forme d’une assimilation/ agrégation avec la détention de droits de vote (ainsi qu’avec les instruments « assimilables » selon l’article 13 de la TD) ou indépendamment de ces droits par le biais d’une notification séparée⁴.

 **Le contexte de la question soulevée dans le document de consultation nécessite une clarification**

14. Avant de répondre spécifiquement, l’AMAFI considère qu’il est important de clarifier le contexte de la question étant donné que le paragraphe présentant les problèmes à la page 7 du CD (juste avant la Question 11) apparaît insuffisamment précis et nuancé et de ce fait, pourrait être de nature à induire en erreur. L’AMAFI souhaiterait de ce fait apporter les éléments suivants au débat en ce qui concerne trois affirmations qui figurent dans ce paragraphe :

(i) Tout d’abord, l’affirmation selon laquelle “*some Member States have already reacted to this risk by introducing legislation requiring disclosure of holding of voting rights*”⁵ est quelque peu ambiguë et ne donne pas une vision exacte de la situation actuelle au sein de l’Union européenne. En effet, s’il est exact que quelques Etats membres (seulement trois : Portugal, Pays-Bas, Italie) ont procédé à des consultations en vue de modifier, le cas échéant, leur législation⁶, seulement deux États membres l’ont à ce jour effectivement modifiée et ils l’ont fait de manière très différente :

- Le Royaume-Uni est, à ce jour, le seul Etat membre qui a adopté en 2009 une nouvelle législation exigeant une déclaration en brut des positions longues de dérivés impliquant un règlement en numéraire par le biais d’une assimilation à la détention de droits de vote.
- La France, en revanche, a adopté le 1er novembre 2009 un régime totalement différent dans lequel les dérivés impliquant un règlement en numéraire doivent être déclarés uniquement lorsque les seuils légaux (commençant à 5%) ont été franchis au titre de la détention d’actions ou d’instruments « assimilables » (aux termes de l’article 13 de la TD) et une telle déclaration doit être effectuée par voie de notification séparée et non par voie d’assimilation (ou agrégation).

(ii) L’affirmation selon laquelle les “*Supervisors (CESR) and market experts are calling for an EU regime in this area*” est aussi de nature à induire en erreur et tend à présenter un point de vue uniforme de la question qui ne correspond pas à ce qui peut être constaté dans la réalité. Si CESR, dans

³ CESR’s Consultation Paper (CP), § 8 et 15.


⁴ Cela explique pourquoi l’AMAFI estime qu’elle ne peut pas répondre de manière séparée aux Questions 11 et 12 du CD.

⁵ Il est supposé que la référence à une déclaration des “droits de vote” est le résultat d’une erreur typographique et que l’intention était de faire référence à la législation exigeant une déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire, c’est à dire précisément le type d’instruments qui, de manière habituelle, ne donne pas accès aux droits de vote.

⁶ Cf. Commission Staff Working Document § 9.16 à 9.18.

son CP mentionné ci-dessus, a clairement soutenu l'adoption d'un nouveau régime imposant une déclaration totale des instruments de "*similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*" (au point qu'il n'a pas sollicité l'avis de la Place sur d'éventuelles alternatives !), les recommandations des experts mandatés par la Commission européenne (groupe ESME) publiées en novembre 2009⁷ étaient toutes autres. En effet, ils ont préconisé une obligation de déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire distincte de ce qui était déjà prévu pour les positions en actions et uniquement pour des positions significatives (au moins 5-10%). ESME a précisé qu'il ne voulait pas "*to add further to the existing confusion and complexity and proposes a simple measure to be carried out at the pan-European level*".

(iii) Enfin, la déclaration selon laquelle les acteurs de marché et l'« *External Study* » ont tout deux recommandé la déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire apparaît également un peu ambiguë. Tout d'abord, la note de bas de page n° 94 dans the *Commission Staff Working Document* se réfère à ... l'« *External Study* » ce qui fait qu'il n'y a en réalité qu'une seule source et non deux... La même note de bas de page, se référant à l'« *External Study* », précise que "*90% of the stakeholders expressing opinion on this issue favor the inclusion of cash-settled equity swaps or cash-settled contracts for differences in the calculation of thresholds (fully or above a certain threshold)*". Or, le § 3.6.3 de l'« *External Study* » montre qu'en réalité, seulement 49.6% (et non 90%) des investisseurs serait en faveur d'une déclaration des instruments en question *via* leur prise en compte dans le calcul des seuils et qu'au sein des 49.6%, 20.1% ne sont favorables à cette solution qu'au dessus d'un certain seuil...

 **La déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire serait bénéfique au marché sous réserve que deux conditions sur la manière dont la déclaration est effectuée soient réunies**

15. En réponse à la **Question 11**, l'AMAFI estime que la déclaration de dérivés impliquant un règlement en numéraire serait bénéfique pour le marché mais sous réserve toutefois que deux conditions relatives à la manière dont la déclaration est effectuée soient remplies : (i) qu'elle assure véritablement une transparence pertinente et donne les bonnes informations au marché sans que celui-ci soit surchargé par des données inutiles et de nature à créer la confusion et (ii) qu'elle puisse de manière réaliste être réalisée de la même façon au niveau pan-Européen.

16. Comme il a été indiqué ci-dessus, l'AMAFI estime que la possibilité que de tels instruments soient utilisés afin d'acquiescer et/ou d'exercer une influence potentielle au sein d'une société cotée ou de permettre une prise de contrôle rampante reste très limitée (comme le prouve le très petit nombre de cas dans lesquels un tel usage a été constaté). Il convient également de rappeler que selon les explications fournies par CESR dans son CP mentionné précédemment, le contrôle est prétendument acquis *via* les actions détenues par le vendeur du dérivé impliquant un règlement en numéraire en tant que couverture. Mais ce vendeur est souvent un établissement bancaire ou une entreprise d'investissement détenant de telles actions dans son portefeuille de *trading*. Dès lors, il ne lui est pas permis d'exercer les droits de vote attachés à ces actions et une telle restriction est souvent confirmée par les règles internes de ces entreprises. Il faut aussi noter que souvent le vendeur de ces instruments couvre son risque économique non pas par le biais d'actions mais par le biais d'autres instruments dérivés, y compris des dérivés impliquant un règlement en numéraire. En conséquence, il ne peut pas être supposé que de façon générale l'acheteur (d'un tel instrument) a la capacité d'exercer de fait un contrôle significatif (*via* le vendeur) sur les droits de vote rattachés aux actions détenues en tant que couverture.

17. Ce qui est vrai, en revanche, c'est que l'acheteur (d'un tel instrument) détient un avantage par rapport au reste du marché en terme d'information concernant le flottant dans la mesure où il peut estimer le volume d'actions du vendeur qui sont détenues à titre de couverture, ce que ne peuvent pas

⁷ "*Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*" – adoptées par ESME – novembre 2009.

faire les autres participants du marché. Ainsi donc, il sait que ces actions de couverture seront disponibles sur le marché lorsque le contrat viendra à son terme. Dans l'hypothèse où il souhaiterait alors les acquérir, il se trouverait dans une meilleure position pour le faire que les autres participants du marché encore que cet avantage n'est vraiment significatif que si la taille de la transaction est conséquente par rapport au volume des actions en question négocié sur le marché chaque jour. Bien entendu, s'il souhaite acquérir ces actions lorsqu'elles seront disponibles sur le marché, il devra déclarer cette acquisition mais le fait qu'il ait bénéficié au préalable d'un avantage en terme d'information n'est pas satisfaisant. C'est la raison pour laquelle l'AMAFI soutient un régime de notification des dérivés impliquant un règlement en numéraire à la condition toutefois que les deux conditions posées au paragraphe 15 ci-dessus soient respectées.

✚ La notification des dérivés impliquant un règlement en numéraire doit être pertinente et fournir au marché la bonne information sans le surcharger avec des données inutiles ou de nature à créer la confusion. Cela est incompatible avec une agrégation de ces instruments avec les droits de vote. La notification devrait donc être effectuée par voie de notification séparée et uniquement pour des positions significatives

18. La nécessité de fournir des informations utiles au marché est incompatible avec l'agrégation/ assimilation des dérivés impliquant un règlement en numéraire aux droits de vote (et instruments « assimilables » en vertu de l'article 13 de la TD). Dès lors, la réponse à la **Question 12.1** est : **non**, la détention de dérivés impliquant un règlement en numéraire ne devrait pas être agrégée/ assimilée à la détention des droits de vote et/ou d'instruments financiers donnant un libre accès aux droits de vote, pour les besoins de la détermination de la cause du déclenchement de l'obligation de déclaration.

19. Etant donné que la grande majorité de ces instruments ne donneront jamais accès aux droits de vote et ne seront pas utilisés afin d'acquérir une quelconque influence, leur assimilation aux actions et aux autres instruments financiers dont le sous-jacent est physiquement livré ne peut que créer une confusion totale et une surcharge de différents types d'informations de nature différente tous mélangés ce qui a toutes les chances de porter atteinte à l'information pertinente dont le marché et les investisseurs ont besoin.

Comme les experts d'ESME, l'AMAFI estime que la déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire devrait être effectuée par voie de notification séparée et seulement pour les positions significatives prises avec ces instruments. Comme les experts l'ont mis en évidence, "*systematic reporting of large positions in cash-settled equity derivatives will concentrate analysis of possible control situations and avoid too many administrative costs*".


L'AMAFI estime que seule une solution équilibrée de cette nature est conforme à l'approche que CESR a présentée comme étant la sienne, c'est à dire une approche visant à assurer que "*disclosure aims for meaningful notification, avoiding disclosure of information which is either unnecessary or potentially misleading to the market*".

✚ Le régime de déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire devrait être harmonisé dans toute l'UE. Il est irréaliste d'envisager une harmonisation complète basée sur le système le plus contraignant adopté par un seul État membre

20. L'AMAFI croit fermement qu'une harmonisation dans toute l'Europe devrait être assurément un objectif qui doit être poursuivi par la Commission européenne. Sur ce sujet en particulier et plus généralement en ce qui concerne les déclarations de franchissements de seuils, l'AMAFI est très favorable à l'adoption d'une législation européenne imposant une harmonisation maximale. La diversité des régimes actuellement en vigueur au sein de l'Europe est très difficile et coûteuse à gérer et elle

engendre sans aucune doute un manque de clarté pour les investisseurs et en fait, pour toutes les parties concernées.

21. Il y a là une autre raison pour laquelle l'AMAFI estime que les dérivés impliquant un règlement en numéraire ne devrait pas être agrégés à la détention de droits de vote (et/ou aux instruments « assimilables » aux termes de l'article 13 de la TD). En effet, si l'on veut réaliser cet objectif et donc envisager l'adoption d'une législation européenne imposant une harmonisation maximale, il est irréaliste d'envisager qu'une telle législation puisse être basée sur le régime le plus contraignant qui n'a été adopté que par un seul État membre. Comme les experts d'ESME l'ont fait remarquer, la proposition d'une mesure simple telle que la déclaration séparée de positions significatives de dérivés impliquant un règlement en numéraire aura plus de chance d'être mis en œuvre dans toute l'UE.

 **Trois propositions sont formulées qui permettent d'assurer une déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire qui soit adéquate et pertinente – La proposition n° 3 semble être la meilleure solution**

22. En réponse à la **Question 12.2**, l'AMAFI considère que sans agréger/assimiler les dérivés impliquant un règlement en numéraire aux droits de vote et aux instruments "assimilables" aux termes de l'article 13 de la TD, il existe plusieurs alternatives qui permettent, par le biais d'une notification séparée, une transparence adéquate et pertinente relative à de tels instruments. A ce propos, l'AMAFI aimerait faire trois propositions. La 3^{ème} proposition est le résultat d'une combinaison des deux premières. Elle combine les avantages des deux premières sans inconvénient aucun.

❖ **PROPOSITION N° 1 : Déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire liée (mais non assimilée) à la détention des droits de vote et aux instruments "assimilables"**

23. Le 1er novembre 2009, la France a adopté un nouveau régime de déclaration suite à une importante consultation de la Place durant laquelle les arguments en faveur et contre l'agrégation de tels instruments avec les droits de vote (et les instruments « assimilables » aux termes de l'article 13 de la TD) ont été longuement discutés. Dans le cadre de cette discussion, les autorités et l'industrie financière française ont pu bénéficier de toute l'expérience réunie par la FSA au cours des deux consultations mentionnées précédemment. A la fin du processus de consultation, les autorités françaises, avec le même objectif d'amélioration de la transparence des instruments financiers concernés et après avoir étudié la position de la FSA, se sont prononcées contre l'adoption d'un régime similaire. Dans un souci de promouvoir une transparence efficace et pertinente, le régime français prévoit que les dérivés impliquant un règlement en numéraire doivent être déclarés par voie de notification séparée dès lors que les seuils légaux de déclaration des droits de vote (et des instruments « assimilables »), avec pour commencer le seuil de 5%, sont franchis et ce, quel que soit le pourcentage de détention des dérivés impliquant un règlement en numéraire. L'AMAFI estime que ce système est efficace et permet d'assurer une transparence adéquate et pertinente.

❖ **PROPOSITION N°2 : Déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire indépendamment de la détention des droits de vote et des instruments "assimilables" et uniquement pour les positions importantes (minimum 10%)**

24. Une 2^{ème} possibilité que l'AMAFI serait prête à soutenir également serait un système dans lequel les seuils retenus pour la déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire seraient totalement indépendants de la détention des droits de vote (et des instruments « assimilables » aux termes de l'article 13 de la TD). Dans ce cas cependant, afin d'assurer une déclaration pertinente,

l'AMAFI, comme les experts d'ESME⁸, estime que seules les positions importantes prises avec de tels instruments devraient être déclarées.

25. Pour essayer de déterminer les seuils pertinents (et bien sûr le seuil minimum), la référence aux seuils figurant à l'article 9(1) de la TD n'est pas pertinente étant donné que ces seuils se rapportent à la détention d'actions alors que les détenteurs de dérivés impliquant un règlement en numéraire, dans la très grande majorité des cas (comme cela a déjà été mentionné), n'ont jamais accès aux droits de vote. L'AMAFI considère donc que le seuil le plus bas/le seuil initial devrait se situer à un niveau bien plus élevé, à savoir au moins 10% ou plus.

- ❖ **PROPOSITION N° 3 : Déclaration des dérivés impliquant un règlement en numéraire indépendamment des droits de vote et des instruments "assimilables" uniquement pour les positions importantes (minimum 10%) à moins que et jusqu'à ce que la détention de droits de vote et d'instruments "assimilables" atteigne les seuils légaux déclenchant l'obligation de les déclarer (à partir de 5%). A ce moment là, les dérivés en question seraient déclarés quel que soit leur pourcentage**

26. Un troisième système pourrait aussi être envisagé. Il combinerait les deux systèmes précédents de façon tout à fait efficace et sans inconvénient aucun : les dérivés impliquant un règlement en numéraire seraient uniquement déclarés s'ils atteignent seuls le seuil de 10% (et les seuils suivants) à moins que et jusqu'à ce que la détention de droits de vote et d'instruments « assimilables » atteigne elle-même les seuils légaux de déclaration de ces instruments – à partir de 5%. Le franchissement de ces seuils en droits de vote et instruments « assimilables » déclencherait une obligation de déclarer tout les dérivés impliquant un règlement en numéraire quelque soit leur pourcentage.

➤ **Transparency of holdings of voting rights after the record date in advance of the general meeting of shareholders (the question of empty voting)**

⇒ **Question 13: Would the establishment of a specific disclosure mechanism for holders of voting rights who do not hold shares between the record date and the shareholders meeting be useful/effective to prevent empty voting practices?**

- (i) yes
- (ii) no, only limiting/prohibiting empty voting practices would be effective.

⇒ **Question 14: If a specific disclosure obligation is imposed regarding the transfer of voting rights independently of the shares between the record date and the general meeting,**

- **Question 14.1: which threshold of voting rights should be applied in order to trigger the obligation? E.g. 0,5%, 1%, 2%, other.**
- **Question 14.2: which time-limit for the disclosure should be applied for this disclosure to be useful? E.g. immediate disclosure; no later than 1 day, other.**

27. Après consultation de la Place au printemps 2010, la France devrait adopter au cours de l'automne une nouvelle réglementation imposant à tout détenteur d'actions détenues en vertu d'un accord

⁸ Voir le rapport d'ESME mentionné précédemment - « *It should be avoided to further deteriorate the reporting burden by requesting the positions in cash settled derivatives as normal reporting of large holdings under the TD... We would want to avoid overloading the market with too much information and adding extra complexity. Since most of the OTC derivatives positions are used for other purposes than to gain control, we would recommend disclosure for higher thresholds only* »

de cession temporaire ou de tout type d'accord prévoyant la restitution des actions au vendeur (prêteur) initial et représentant au moins 1% des droits de vote de l'émetteur (exception faite des actions détenues par les PSI dans leur portefeuille de négociation) l'obligation de déclarer la détention de ces titres à l'émetteur et à l'autorité compétente au plus tard trois jours avant la date de l'assemblée générale (ce qui correspond à la « *record date* »). A défaut d'une telle déclaration, le détenteur des titres se verra privé de son droit de vote pour toutes les prochaines assemblées d'actionnaires. L'AMAFI estime que cette nouvelle réglementation à venir traite de manière adéquate les questions relatives au prêt/emprunt de droits de vote.

28. L'AMAFI n'a pas réellement connaissance des difficultés liées à la situation décrite dans le CD (notamment dans la note de bas de page numéro 15) dans laquelle l'investisseur identifié comme actionnaire lors de la « *record date* » vend ses titres entre cette date et celle de l'assemblée générale. La raison en est peut-être que la « *record date* » étant en France très proche de la date de l'assemblée (seulement trois jours avant), ce qui peut ne pas être le cas dans d'autres États membres, aucune difficulté n'a été identifiée à cet égard.

29. En conséquence, l'AMAFI n'a pas réellement d'opinion sur ce sujet. Elle se demande cependant dans quelle mesure cette problématique devrait être traitée dans la TD. La question de la « *record date* » comme toute éventuelle interdiction de la pratique du « vote vide », est un sujet relevant du droit des sociétés. Si ces questions doivent être abordées au niveau européen, ce devrait être au regard du droit des actionnaires et non dans une Directive traitant de questions de transparence.

➤ **Intentions with holdings or voting policies disclosure**

⇒ **Question 15: Which is the best way to make the investment process more transparent**

⇒ **Question 16 : If investors were required to disclose to the market which their intentions are with regard to their investment,**

⇒ **Question 16.1: would such disclosure be useful?**

⇒ **Question 16.2: which should be the minimum threshold triggering such disclosure?**

⇒ **Question 16.3: should such disclosure consist in:**

i) simple information on intentions;

ii) more substantial information on intentions;

iii) information on source and amount of funds used to acquire the securities;

iv) arrangements to which the investor is a party relating to issuer's securities;

v) other.

30. Dans le cadre du nouveau régime de transparence qui est entré en vigueur en France en 2009, des règles plus strictes ont été adoptées concernant les déclarations d'intentions par les actionnaires importants. Ces nouvelles règles incluent d'une part une augmentation du nombre des seuils (le premier est à 10%) déclenchant l'obligation de déclaration de ses intentions et d'autre part, une augmentation des données à inclure dans la déclaration pour couvrir entre autres des informations concernant la façon dont l'acquisition a été financée.

31. Ce système semble être satisfaisant. Toutefois, si l'AMAFI n'a pas de position forte vis-à-vis d'un sujet qui concerne surtout les émetteurs, elle rappelle à nouveau la nécessité d'une harmonisation maximale du régime au sein de l'UE, la diversité des régimes actuellement en place étant très difficile à gérer et coûteuse et entraînant un manque de clarté pour toutes les parties concernées, en particulier les investisseurs.

➤ **Aggregation of holdings and voting rights.**

⇒ **Question 17: Should holdings of shares and voting rights be aggregated with holdings of financial instruments giving unconditional access to voting rights for the purposes of calculating the relevant thresholds that trigger the notification obligation?**

32. Comme il est mentionné dans le CD, la majorité des Etats membres (ainsi que la Norvège et l'Islande) incluant la France, ont déjà imposé dans leur législation nationale l'obligation d'assimiler la détention des droits de vote avec celle de leurs instruments financiers définis à l'article 13 de la TD. Étant vivement favorable à l'adoption d'une harmonisation maximale du régime, l'AMAFI estime qu'il serait judicieux d'imposer dans toute l'Europe un régime déjà largement répandu.

➤ **Other cases of insufficient transparency regarding corporate ownership.**

⇒ **Question 18: Are there other cases of potentially insufficient transparency regarding corporate ownership?**

33. Pas de commentaires particuliers.

**III. Ineffective application of the Directive because of diverging national measures
And/or unclear obligations in the Directive**

➤ **Uniform EU Regime or maximum harmonisation: major holdings of voting rights.**

⇒ **Question 19: Would it be desirable to set up a uniform EU regime (e.g. by a directly applicable EU Regulation) for the notification of major holdings of voting rights?**

34. Oui, il serait hautement souhaitable d'établir un régime européen uniforme en ce qui concerne la déclaration des franchissements de seuils ainsi que pour d'autres questions incluses dans la Directive Transparence. Dans la mesure où il est impossible, en pratique, d'éviter que des différences existent lors de la transposition d'une Directive dans la législation nationale des différents États membres, il est évident que l'adoption d'un régime européen uniforme pourrait seulement voir le jour grâce à l'adoption d'un Règlement européen d'application directe.

⇒ **Question 20: If a fully uniform EU regime is not possible because of insurmountable legal barriers, should Member States be prevented from adopting more stringent requirements than those of the Transparency Directive regarding the notification of major holdings of voting rights?**

35. Oui, car dans le cas contraire, une harmonisation maximale ne pourra avoir lieu et les difficultés qui ont été déjà mentionnées (cf. *supra* § 20) continueront à exister.

➤ **Uniform EU Regime or maximum harmonisation: disclosure by issuers**

⇒ **Question 21: Would it be desirable to set up a uniform EU regime (e.g. by a directly applicable EU Regulation) regarding issuers' disclosures.**

36. Oui, pour les mêmes raisons évoquées précédemment.

➤ **Divergent rules: calculation of holdings**

⇒ **Question 22: Could you please explain in what way national rules implementing the Directive result in different methods for aggregating holdings of voting rights (and where applicable financial instruments) for the purposes of calculating whether the relevant thresholds triggering the notification obligation are reached or crossed by investors?**

37. Il est clair que pour atteindre une harmonisation maximale, il n'est pas suffisant d'adopter des seuils identiques si les méthodes utilisées afin de prendre en compte les instruments financiers concernés par un seuil donné sont différentes. En ce qui concerne les dérivés, qu'ils donnent lieu à un dénouement physique ou en numéraire, il existe deux méthodes pour les prendre en compte : en nominal ou en delta (« *delta-adjusted* »).

38. L'AMAFI considère que l'équivalent en actions des dérivés devrait être calculé en delta (« *delta-adjusted* »). Il s'agit de la seule manière pertinente de mesurer cette équivalence dans la mesure où cela représente le nombre d'actions que le vendeur de l'instrument a besoin de détenir afin de couvrir intégralement son exposition. Comme l'a expliqué CESR dans son document de consultation précédemment mentionné au sujet des instruments ayant un effet économique similaire à la détention d'actions et donnant droit à l'acquisition d'actions, si une quelconque influence sur l'émetteur peut être obtenue par l'acheteur d'un tel instrument, c'est par le biais des actions de couverture.

39. La méthode en delta (« *delta-adjusted* ») est donc la seule méthode de calcul qui donne une vision dynamique et juste de ces instruments dérivés impliquant un règlement en numéraire. L'AMAFI note à cet égard que le Royaume Uni a adopté cette méthode de calcul en delta pour ces instruments là, même si, sur une question différente – celle de savoir s'il faut agréger ces instruments ou les déclarer de façon séparée – le Royaume Uni a adopté un régime (l'agrégation) auquel l'AMAFI – comme elle l'a indiqué à plusieurs reprises – est fortement opposée.

40. Une autre question est celle de la compensation entre positions « *long* » et positions « *short* ». Le document de consultation ne soulève pas cette question mais l'AMAFI souhaiterait indiquer que prendre en compte la position « nette » lui paraît plus réaliste pour les dérivés impliquant un règlement en numéraire.

➤ **Unclear rules**

⇒ **Question 23: Could you provide evidence of cases where unclear rules in the Directive ought to be clarified?**

41. L'AMAFI souhaiterait mentionner deux autres sujets sur lesquels elle estime qu'une clarification et une harmonisation des règles en vigueur à travers l'Union européenne serait très importante.

42. Le premier sujet concerne le traitement des opérations de prêt-emprunt aux termes de l'article 10(b) de la TD. A cet égard, il suffit de renvoyer à l'Annexe 6 (§ 6.2) et à l'Annexe 10 du « *Commission Staff Working Document* ». Dans cette Annexe 10, en particulier au § 10.4, la diversité de traitement de cette question par les différents Etats membres est très bien expliquée. Pour les entreprises qui ont des activités transfrontières, cette situation est très difficile et coûteuse à gérer. Il y a donc un très fort besoin de clarification et d'harmonisation sur ce sujet.

43. Le deuxième sujet concerne la façon dont les paniers d'actions et indices sont pris en compte, question sur laquelle il y a également un manque d'harmonisation à travers l'UE. Le Royaume Uni semble être le seul Etat membre qui ait adopté une réglementation sur cette question. Il serait important de pouvoir également sur cette question clarifier et harmoniser le régime applicable.

IV. Any other comments

⇒ **Question 24: Do you have any other comments regarding the Transparency Directive?**

44. Pas de commentaires particuliers.



Contact:

- Sylvie Dariosecq – Directeur des Affaires Juridiques, sdariosecq@amafi.fr + 331 53 83 00 70

EC – Register of interest representatives – AMAFI's Number:
Assoc 97498144

EC Consultation

**on the modernisation of the Directive 2004/109/EC
on the harmonisation of transparency requirements
in relation to information about issuers whose
securities are admitted to trading
on a regulated market**

- Comments by AMAFI -

1. *Association française des marchés financiers* (AMAFI) has more than 120 members representing over 10,000 professionals who operate in the cash and derivatives markets for equities, fixed-income products and commodities. Nearly one-third of the members are subsidiaries or branches of non-French institutions.

2. AMAFI welcomes the opportunity to respond to the Consultation Document (CD) issued by the DG Internal Market and Services (DG Markt) of the *European* Commission, on the modernisation of the Directive 2004/109/EC (the Transparency Directive or TD). It would also like to express its appreciation of the way in which this consultation is being conducted. The three months granted for the contributions to be provided to the DG Markt is a fair time period which has allowed a professional association such as AMAFI to consult adequately with its members and elaborate its response under reasonably good conditions.

3. This is worth noting at a time where the number of consultations launched by the various authorities (international, European and national) acting in the financial sector has increased significantly with, at the same time and in a number of cases, a significant reduction of the duration of the consultation process (hardly a month or even less) to a point where it can no longer be considered to constitute a fair and valuable consultation of the industry. AMAFI has in particular been very critical of the conditions in which, in January of 2010, CESR consulted the industry, in less than two months, on its "*proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlement to acquire shares*". It is therefore only fair to acknowledge that this consultation, on a very important topic, has been carried out in fair conditions.

EXECUTIVE SUMMARY

I. Attractiveness of regulated capital markets for small listed companies

- It is important to ensure that small and medium size companies (SMEs) have an easy access to regulated markets, a growing source of financing for companies, and are encouraged to remain listed;
- Alleviating for SMEs some of the obligations imposed upon listed companies would necessarily reduce some of the costs involved in being listed. That sort of measure is likely to be beneficial provided that it does not affect the level of transparency which is necessary to protect the market and the investors. It should not either result in a more complex system with various categories and options which would inevitably be more difficult to understand;
- The threshold to be retained for the definition of SMEs should be at least equal to 1 billion Euros.

II. Information about holdings of voting rights – Disclosure of cash-settled derivatives

- In the vast majority of cases, cash-settled derivatives are not used to gain access to voting rights. They are an important source of liquidity to the market and their use should not be discouraged;
- The context of the matter presented in the consultation document needs to be clarified as some statements are somewhat ambiguous and could be misleading;
- The disclosure of cash-settled derivatives would be beneficial to the market provided (i) that it is effected in a way that is meaningful and gives the right information to the market without overloading it with useless and confusing information and (ii) that it is harmonized throughout the EU;
- Aggregating cash-settled derivatives to voting rights and other instruments is incompatible with the objectives set out above;
- Disclosure of cash-settled derivatives should be done by way of a separate notification and for significant positions only (10% minimum);
- Three proposals are put forward to ensure adequate and meaningful disclosure of such instruments (cf. § 23 to 26). AMAFI would like to put forward particularly the third proposal: it consists in declaring cash-settled derivatives independently of voting rights and “assimilated” instruments for significant positions (10% minimum) only, unless and until holdings in voting rights and “assimilated” instruments reach the legal thresholds triggering their declaration (starting at 5%). If such thresholds are crossed, then cash-settled derivatives should be disclosed irrespective of their percentage.

III. Other questions

- The need for full harmonization throughout the EU should be kept in mind when answering the other questions raised in the consultation document;
- In particular, it would be highly desirable to set up a uniform EU regime for notification of major holdings of voting rights, by way of a directly applicable EU Regulation; if not possible, Member States should be prevented from adopting more stringent requirements than those of the TD;
- Harmonization is particularly required as regards the methods used to take into account derivatives. AMAFI believes that they should be calculated on a delta-adjusted basis. Clarification and harmonization would also be required for other matters such as the treatment of stock lending and the baskets of shares and indexes.

REPLY TO SPECIFIC QUESTIONS RAISED BY THE DG MARKT

I. Attractiveness of regulated capital markets for small listed companies

4. AMAFI is not in a position to respond specifically to each of the questions (1 to 10) raised in the CD. It would like however to make a few general comments in this regard.

5. First of all, it believes that it is important to ensure that small or medium size enterprises (SMEs) have access to regulated markets, particularly since the financial markets are bound, in future years, to play an increasing role in the financing of companies. Not only should they have an easier access to the regulated markets but they should also be encouraged to remain listed and not to exit the market. Therefore, AMAFI approves the current initiatives which aim at making the regulated capital markets more attractive for SMEs.

6. AMAFI believes also that the reduction of the costs incurred in being listed is an important element to be taken into consideration, which can certainly be achieved by a reduction of some of the obligations imposed on SMEs. The difficulty however, of which AMAFI is well aware, is that such a reduction should not affect the level of transparency which is necessary to protect the investors and the market. It should not either result in a more complex system with various categories and options which would inevitably be more difficult to understand.

7. Among the measures which would be beneficial without any drawback, there is the extension of the deadline for the publication of the half-year accounts. Not only would such a measure alleviate the burden of preparing such accounts but it would also avoid an overload of financial information delivered to the market more or less at the same time. By delaying slightly the deadlines for SMEs, their financial information would be given more visibility.

8. The fact that SMEs have a lower visibility is a serious issue which should definitely be addressed. It would seem however that this question should be looked at not only in relation to transparency issues but also in relation to the matters covered by MiFID. This should be kept in mind in the context of the upcoming revision of such directive.

9. The question of the definition of what is an SME is essential. In this connection, AMAFI would like to stress the importance of having a criterion relating to market capitalisation which is not too low and in any case not below one Billion Euros.

II. Information about holdings of voting rights

10. Before answering the specific questions regarding the disclosure of holdings of cash-settled derivatives, AMAFI would like to comment on the preliminary statement contained in the first paragraph relating to "*Information about holdings of voting rights*". There is no doubt that certain areas are not covered by the TD. But, whether this fact results or not in "*insufficient transparency levels*", as stated in such paragraph, is a question of appreciation which this consultation should precisely try to assess.

11. More importantly, AMAFI believes that it cannot be stated as an undisputable fact that "*as a result, the price formation mechanism may be inefficient*". In its very thorough consultation paper (CP) regarding "*Disclosure of Contracts for Difference*" (CfDs) of November 2007, the FSA identified possible

market failures that could result from the lack of disclosure of such instruments (among which the possibility of inefficient price formation) and conducted a detailed analysis of whether such failure actually occurred. It concluded that “without the exception of insider trading, the pure economic interest of CfDs does not appear to create a significant problem of inefficient price formation”¹. Furthermore, in its second consultation paper of October 2008 containing the Feedback on its previous consultation, the FSA concluded that “we have no evidence of any market failure in respect of inefficient price formation caused by a lack of transparency of CfDs.... There was no evidence supplied by respondents to the CP that increased transparency would deliver significant price formation benefits”².

Clearly these findings are interesting, particularly since they come from an authority, the FSA, which in the end adopted, for the disclosure of CfDs, a very strict regime (see in particular developments below in § 14 and 21). Finally, AMAFI is not aware of any new study that would contradict such findings. As a result, the above statement in the CD appears to be clearly misleading and unfortunate.

➤ Disclosure of cash-settled derivatives

⇒ **Question 11: Would the disclosure of holdings of cash-settled derivatives be beneficial to the market?**

⇒ **Question 12: If the Transparency Directive was to require holders of cash-settled derivatives to disclose their positions,**

- **Question 12.1: should holdings of cash-settled derivatives be aggregated to holdings of voting rights and/or of financial instruments giving unconditional access to voting rights for the purposes of calculating whether the threshold triggering the disclosure obligation is reached or crossed?**
- **Question 12.2: and if such disclosure of cash-settled derivatives should be done independently of voting rights and of other financial instruments, which threshold should be applied? E.g. (i) the thresholds provided in Article 9(1) TD should be applied (5%, 10% etc); (ii) the lower/initial threshold for this kind of disclosure should be significant and higher than the 5% foreseen in Article 9(1) TD (e.g. at least 10% or higher); (iii) other).**

✚ **Cash settled derivatives are an important source of liquidity to the market. In the vast majority of cases they are not used to gain access to voting rights**

12. Before answering the above questions, AMAFI would like to stress out that cash-settled derivatives in the vast majority of cases are used for their normal purpose which is to gain economic exposure to the issuer and not to gain access to voting rights. This was noted particularly by CESR in its recent consultation paper (CESR/09-1215b) of January 2010 (“CESR’s CP”)³. CESR also emphasized the fact that such instruments are “an important source of liquidity to the market” and therefore their use should not be discouraged. Naturally AMAFI is aware of the few and highly publicized cases in which instruments of that type have been used to acquire or influence the exercise of voting rights. But without denying their significance, it should be noted that there has only been a very limited number of such cases (5 in total according CESR’s CP).

¹ FSA - CP 07/20 November 2007 - see § 3.16

² FSA – CP 08/17 October 2008 - see “our response” in § 2.10

³ CESR’s Consultation Paper (CP), § 8 and 15.

13. Naturally, this does not mean that the question should not be carefully considered. But the approach to be taken in trying to find the right solution to this matter should be proportionate and balanced. In this respect, AMAFI considers that the most important question is not whether or not such cash-settled derivatives should be disclosed: for the reasons mentioned below, there is little doubt that the answer to that question should be affirmative. The key question is how such disclosure should be effected and in particular whether it should be effected by way of aggregation to the holdings of voting rights (and “assimilated” instruments under article 13 of the TD) or independently of such rights by way of a separate notification⁴.

 **The context of this matter presented in the CP needs to be clarified**

14. Before answering these two questions, AMAFI feels however that it is important to clarify the context of this matter as the paragraph that presents the issues on page 7 of the CD (just before Question 11) appears to be insufficiently precise and nuanced and consequently could be misleading. AMAFI would like therefore to bring the following elements to the debate in relation to three statements which appear in that paragraph:

(i) First of all, the statement that “*some Member States have already reacted to this risk by introducing legislation requiring disclosure of holding of voting rights*”⁵, is somewhat ambiguous and fails to give an accurate view of the current situation within the EU. Indeed, if it is true that a few Member States (only three: Portugal, the Netherlands, Italy) have carried out consultation processes with a view to possibly modifying their legislation⁶, two Member States only have up to now modified their legislation and they have done so in a very different way:

- The UK is, to date, the only Member State which has adopted in 2009 new legislation requiring the disclosure of (gross) long positions on cash-settled derivatives by way of aggregation to the holdings of voting rights;
- France, on the other hand, has, on 1st November 2009, adopted a totally different regime in which cash-settled derivatives are to be disclosed only once the legal thresholds (starting at 5%) have been crossed by holdings of shares and “assimilated” instruments (under article 13 of the TD) and such disclosure is to be effected by way of a separate notification – and not by way of aggregation.

(ii) The statement that “*Supervisors (CESR) and market experts are calling for an EU regime in this area*” is also a bit misleading as it tends to present a uniform view of the matter which does not correspond to the reality. If CESR in its above mentioned CP clearly supported the adoption of a new regime imposing full disclosure of the instruments of “*similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*” (to the point that it did not in fact solicit the views of the industry on any other possible alternative!), the recommendations of the experts commissioned by the European Commission (the ESME Group) published in November 2009⁷ were quite different. Indeed they recommended a reporting obligation of cash-settled derivatives – separate from the present arrangements for positions in normal shares and only for significant positions in these particular instruments (at least 5-10%). ESME explained that they did not want “*to add further to the existing confusion and complexity and proposes a simple measure to be carried out at the pan-European level*”.

(iii) Finally, the statement that market participants and the “External Study” both recommend disclosure of cash-settled financial instruments appears to be also a bit ambiguous. First of all, footnote n° 94 in the Commission Staff Working Document refers to ... the External Study, so that in fact there is one single source and not two....The same footnote, referring to the External Study, specifies that “90%

⁴ Which explains why AMAFI feels that it cannot answer separately Question 11 and Question 12 of the CD.

⁵ it is assumed that the reference to the disclosure of “voting rights” is the result of a typographical error and that the intention was to refer to legislation requiring disclosure of cash-settled instruments, i.e. precisely the type of instruments which, in the normal way, do not give access to voting rights.

⁶ Cf. Commission Staff Working Document § 9.16 to 9.18.

⁷ “*Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*” – adopted by ESME – November 2009.

of the stakeholders expressing opinion on this issue favor the inclusion of cash-settled equity swaps or cash-settled contracts for differences in the calculation of thresholds (fully or above a certain threshold)". But § 3.6.3 of the External Study shows that in fact, it is only a total of 49.6% (and not 90%) of stakeholders who are in favour of declaring the instruments in question by way of inclusion in the calculation of a threshold and that out of the total of 49.6%, 20.1% only favour this solution above a determined threshold...

✚ The disclosure of cash-settled derivatives would be beneficial to the market on two conditions regarding the way in which such disclosure is effected

15. In response to **Question 11**, AMAFI believes that the disclosure of cash-settled derivatives would be beneficial to the market but on two conditions regarding the way in which such disclosure is effected: (i) that it truly ensures meaningful transparency and gives the right information to the market without overloading it with useless and confusing information and (ii) that it can realistically be carried out at the pan-European level.

16. As mentioned above, AMAFI believes that the possibility that such instruments be used to acquire and/or exercise potential influence in a listed company or allow for creeping control is quite limited (as evidenced by the very small number of situations in which such use has been established). It should also be recalled that according to the explanations provided by CESR in its above mentioned CP, the control is supposedly gained *via* the shares held by the writer of the cash-settled derivative held as hedge. But such writer is often a bank or an investment firm which holds such shares in its trading book. As such, it is not allowed to exercise the voting rights attached to such shares and such prohibition is often confirmed by the firm's internal rules. It should also be noted that often the writer of such instruments hedges its economic risk *via* other derivatives - including cash-settled derivatives - rather than *via* shares. Therefore, it cannot be assumed as a general situation that the buyer (of such an instrument) has the ability to exercise a significant degree of *de facto* control (via the writer) over the voting rights attaching to the shares held as hedge.

17. What is true, on the other hand, is the fact that the buyer (of such an instrument) has an information advantage over the rest of the market concerning the free float since he can assume the volume of the writer's shares held as hedge which is not available to the other market participants. Therefore, he knows that the shares held as hedge will be available in the market when the contract is closed out. Should he then wish to acquire them, he will be in a better position than the other participants to do so although this advantage is only meaningful if the size of the transaction is significant, as compared to the daily trading volume of the shares in question. Naturally, should he then acquire such shares when they become available in the market, he will have to disclose their acquisition but the fact that he has had an information advantage beforehand is not satisfactory, which is why AMAFI is in favour of disclosing cash-settled derivatives, provided however that the two conditions expressed in paragraph 0 above are met.

✚ The disclosure of cash-settled derivatives must be meaningful and give the right information to the market without overloading it with useless and confusing information. This is incompatible with the aggregation to voting rights. Disclosure should therefore be done by separate notification for significant positions only

18. The need to provide useful information to the market is incompatible with the aggregation of cash-settled instruments to the holding of voting rights (and assimilated instruments under article 13 of the TD). Therefore the answer to **Question 12.1** is: **no**, the holdings of cash-settled derivatives should not be aggregated to holdings of voting rights and/or financial instruments giving unconditional access to voting rights for the purpose of triggering the disclosure obligation.

19. Since the vast majority of these Instruments will never give access to voting rights and be used to gain influence, aggregating them to shares and other instruments which are physically settled is bound to create total confusion and an overload of different types of information of different nature all mixed together which is likely to be detrimental to the relevant information needed by the market and the investors.

Like the ESME experts, AMAFI believes that the reporting of cash-settled instruments should be done by way of a separate notification, and only for significant positions in these particular instruments. As the experts pointed out “*systematic reporting of large positions in cash-settled equity derivatives will concentrate analysis of possible control situations and avoid too many administrative costs*”.

AMAFI believes that only such a balanced position complies with the approach that CESR has put forward as being its own, i.e. to ensure that “*disclosure aims for meaningful notification, avoiding disclosure of information which is either unnecessary or potentially misleading to the market*”

+ Disclosure of cash-settled derivatives should be harmonized throughout the EU. It is unrealistic to envisage full harmonization on the basis of the most restrictive system adopted in one single Member State

20. AMAFI strongly believes that harmonization throughout Europe is definitely a goal that should be pursued by the EU Commission. On this particular subject and generally in respect of disclosure of major shareholdings, AMAFI is strongly in favour of the adoption of European legislation imposing full harmonization. The diversity of regimes currently in place throughout Europe is very hard and costly to manage and clearly lacks clarity for the investors and in fact, for all parties concerned.

21. This is another reason why AMAFI believes that cash-settled derivatives should not be aggregated to holdings of voting rights (and/or “assimilated” instruments under article 13 of the TD). Indeed, to achieve that objective and envisage therefore the adoption of European legislation imposing full harmonization, it is not realistic to envisage that such legislation be based on the most restrictive regime which has been adopted in one single European Member State. As the ESME experts pointed out, proposing a simple measure such as the separate reporting of significant positions in cash-settled derivatives is more likely to be implemented throughout the EU.

+ Three proposals are put forward to ensure adequate and meaningful disclosure of cash-settled derivatives – Proposal n° 3 appears to be the best solution

22. In response to **Question 12.2**, AMAFI believes that without aggregating cash-settled derivatives to voting rights and “assimilated” instruments under article 13 of the TD, there are several alternatives to ensure, by way of a separate notification, a proper and meaningful disclosure of such instruments. In that respect, it would like to propose three different proposals. **Proposal n° 3** is a combination of the first two proposals. It actually appears to combine the advantages of the two other proposals without any drawback to such system.

❖ **PROPOSAL N° 1 : Declaration of cash-settled derivatives linked (but not aggregated) to the holdings of voting rights and “assimilated” instruments**

23. On the 1st of November 2009, France adopted a new disclosure regime following a large consultation with the industry during which the pros and cons of a possible aggregation with voting rights (and “assimilated” instruments under article 13 of the TD) were discussed at length. As part of this discussion, the French industry and authorities were able to benefit from all the experience gathered by the FSA in the course of the two consultations mentioned above. At the end of the consultation process, the French authorities, with the same objective of improving the transparency of the instruments

concerned and having considered the solution adopted by the FSA decided against the adoption of a similar regime. For the sake of promoting efficient and meaningful transparency, the French regime provides that the cash-settled derivatives are to be disclosed by way of separate notification, once the legal thresholds requiring notification of holdings in voting rights (and “assimilated” instruments), starting at 5%, are reached and irrespective therefore of the percentage of holdings in cash-settled derivatives. AMAFI believes that this system is efficient and ensures adequate and meaningful transparency.

❖ **PROPOSAL N°2 : Declaration of cash-settled derivatives independently of voting rights and “assimilated” instruments for significant positions (10% minimum) only**

24. A second alternative, which AMAFI would be prepared to support as well, would be a system whereby the thresholds to be adopted for the disclosure of cash-settled derivatives would be totally independent from the holdings in voting rights (and “assimilated” instruments under article 13 of the TD). In that case however, to ensure meaningful disclosure, AMAFI, like the ESME experts⁸, believes that only significant positions in such instruments should be disclosed.

25. In trying to determine the right thresholds (and of course the minimum threshold), the reference to the thresholds listed in Article 9(1) of the TD is not relevant as those thresholds relate to the holdings of shares whereas the holders of cash-settled instruments, in the vast majority of cases (as already mentioned) never gain access to voting rights. AMAFI believes therefore that the lower/initial threshold should be significant higher, i.e. at least equal to 10% or higher.

❖ **PROPOSAL N° 3 : Declaration of cash-settled derivatives independently of voting rights and “assimilated” instruments for significant positions (starting at 10% minimum) only, unless and until holdings in voting rights and “assimilated” instruments reach the legal thresholds triggering their declaration (starting at 5%). If such thresholds are reached, then the cash-settled derivatives should be disclosed irrespective of their percentage**

26. A third possibility described below appears to combine the two previous systems in a very efficient way and without any drawback: in that system, cash-settled derivatives would only be disclosed if they reach on their own the threshold of 10% (and subsequent thresholds) unless and until holdings in voting rights and “assimilated” instruments have themselves reached the legal thresholds for the disclosure of such instruments – starting at 5%. The crossing of such thresholds with voting rights and “assimilated” instruments would trigger an obligation to disclose all cash-settled derivatives irrespective of their percentage.

➤ **Transparency of holdings of voting rights after the record date in advance of the general meeting of shareholders (the question of empty voting)**

⇒ **Question 13: Would the establishment of a specific disclosure mechanism for holders of voting rights who do not hold shares between the record date and the shareholders meeting be useful/effective to prevent empty voting practices?**

(iii) yes

(iv) no, only limiting/prohibiting empty voting practices would be effective.

⁸ See ESME report mentioned above – « It should be avoided to further deteriorate the reporting burden by requesting the positions in cash settled derivatives as normal reporting of large holdings under the TD... We would want to avoid overloading the market with too much information and adding extra complexity. Since most of the OTC derivatives positions are used for other purposes than to gain control, we would recommend disclosure for higher thresholds only”.

⇒ **Question 14: If a specific disclosure obligation is imposed regarding the transfer of voting rights independently of the shares between the record date and the general meeting,**

- **Question 14.1: which threshold of voting rights should be applied in order to trigger the obligation? E.g. 0,5%, 1%, 2%, other.**
- **Question 14.2: which time-limit for the disclosure should be applied for this disclosure to be useful? E.g. immediate disclosure; no later than 1 day, other.**

27. After consulting the industry in the spring of 2010, France should adopt in the autumn new regulation imposing on any holder of shares held under a stock-lending agreement or any type of agreement providing for the return of the shares to the original seller (lender) and representing at least 1% of the voting rights of the issuer (except for shares held by investment firms in their trading book), the obligation to declare the holdings of such shares to the issuer and to the competent authorities at the latest three days prior to the date of a general meeting – which corresponds to the “record date”. Failing such declaration, the holder of such shares will be deprived of his voting rights for all future shareholders’ meetings. AMAFI believes that this upcoming regulation addresses adequately the issues relating to stock lending.

28. AMAFI is not particularly aware of the difficulties linked to the situation described in the CD (notably in footnote 15) where the investor identified as shareholder on the record date sells his shares between such date and the date of the general meeting. The reason may be that the record date being in France close to the date of the shareholders’ meeting (only three days before) - which may not be the case in other Member States - there has not been any problem identified in this regard.

29. As a result, AMAFI has no particular view on this subject. It wonders however to what extent this matter should be addressed in the TD. The question of the record date as well as any possible ban on “empty voting” is a corporate law matter. If it is to be addressed at the European level, it should be in relation to shareholders’ rights and not in a Directive dealing with transparency issues.

➤ **Intentions with holdings or voting policies disclosure**

⇒ **Question 15: Which is the best way to make the investment process more transparent**

⇒ **Question 16 : If investors were required to disclose to the market which their intentions are with regard to their investment,**

- ⇒ **Question 16.1: would such disclosure be useful?**
- ⇒ **Question 16.2: which should be the minimum threshold triggering such disclosure?**
- ⇒ **Question 16.3: should such disclosure consist in:**
 - i) simple information on intentions;**
 - ii) more substantial information on intentions;**
 - iii) information on source and amount of funds used to acquire the securities;**
 - iv) arrangements to which the investor is a party relating to issuer's securities;**
 - v) other.**

30. As part of the new transparency regime which came into effect in France in 2009, more stringent rules were adopted regarding the disclosure of intentions by large investors. Those rules included an increase in the number of thresholds triggering the need for a declaration of intent - starting at

an initial level of 10% - and an extension of the matters to be included in the declaration to cover *inter alia* information regarding the way in which the acquisition was financed.

31. This system appears to be quite satisfactory. AMAFI however does not have strong views on this matter which concerns essentially the issuers other than to state again the need for a fully harmonized regime throughout Europe, as the diversity of systems currently in place is very hard and costly to manage and lacks clarity for all parties concerned, including for investors.

➤ **Aggregation of holdings and voting rights.**

⇒ **Question 17: Should holdings of shares and voting rights be aggregated with holdings of financial instruments giving unconditional access to voting rights for the purposes of calculating the relevant thresholds that trigger the notification obligation?**

32. As mentioned in the CD, the majority of Member States (as well as Norway and Iceland) including France, have already imposed in their national legislation the obligation to aggregate the holdings in voting rights with their holdings in financial instruments, within the meaning of article 13 of the TD. Being strongly in favour of the adoption of a fully harmonized regime, AMAFI believes that it would make sense to impose throughout Europe a regime already widely spread out.

➤ **Other cases of insufficient transparency regarding corporate ownership.**

⇒ **Question 18: Are there other cases of potentially insufficient transparency regarding corporate ownership?**

33. No particular comment.

***III. Ineffective application of the Directive because of diverging national measures
And/or unclear obligations in the Directive***

➤ **Uniform EU Regime or maximum harmonisation: major holdings of voting rights.**

⇒ **Question 19: Would it be desirable to set up a uniform EU regime (e.g. by a directly applicable EU Regulation) for the notification of major holdings of voting rights?**

34. Yes, it would be highly desirable to set up a uniform EU regime for the notification of major holdings of voting rights and other matters included in the TD. Since it is impossible, in practice, to avoid differences when a Directive is implemented in the national legislation of the various Member States, it is clear that the adoption of a uniform EU regime can only be achieved by a directly applicable EU Regulation.

⇒ **Question 20: If a fully uniform EU regime is not possible because of insurmountable legal barriers, should Member States be prevented from adopting more stringent requirements than those of the Transparency Directive regarding the notification of major holdings of voting rights?**

35. Yes, otherwise, full harmonization will never occur and the difficulties which have already been mentioned (cf. *supra* § 20) will continue to exist.

➤ **Uniform EU Regime or maximum harmonisation: disclosure by issuers**

⇒ **Question 21: Would it be desirable to set up a uniform EU regime (e.g. by a directly applicable EU Regulation) regarding issuers' disclosures.**

36. Yes, for the same reasons mentioned above.

➤ **Divergent rules: calculation of holdings**

⇒ **Question 22: Could you please explain in what way national rules implementing the Directive result in different methods for aggregating holdings of voting rights (and where applicable financial instruments) for the purposes of calculating whether the relevant thresholds triggering the notification obligation are reached or crossed by investors?**

37. It is clear that in order to achieve full harmonization, it is not sufficient to adopt uniform thresholds if the methods used to take into account the financial instruments concerned by a given threshold are different. For derivatives, whether they are physically or cash-settled, there are two methods to take them into account: on a nominal or delta-adjusted basis.

38. AMAFI believes that the share equivalence of derivatives should be calculated on a delta-adjusted basis. It is the only relevant way to measure such equivalence as it is representative of the number of shares the person writing the instrument would need to hold in order to perfectly hedge its exposure. As explained by CESR in its above mentioned CP regarding instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares, if any influence on the issuer can be gained by the buyer of an instrument, it is *via* the shares held by the writer of such instrument as hedge.

39. The delta-adjusted method is therefore the only method of calculation which gives a dynamic and fair view of those cash-settled derivatives. AMAFI notes in this respect that the UK have in fact adopted such method to take into account cash-settled derivatives even if on a different issue – the question of aggregation versus separate notification - the UK has adopted a system (aggregation) to which AMAFI – as already mentioned on several occasions - is strongly opposed.

40. Another question is that of the netting between long and short positions. The CD does not specifically raise this issue but AMAFI would like to indicate that taking into account net positions seems more realistic for cash-settled derivatives.

➤ **Unclear rules**

⇒ **Question 23: Could you provide evidence of cases where unclear rules in the Directive ought to be clarified?**

41. AMAFI would like to mention two other matters for which clarification and harmonization of the existing rules throughout the EU appear to be very important.

42. The first one relates to the treatment of stock lending under Article 10(b) of the TD. In this regard, it is sufficient to refer to Annex 6 (§ 6.2) and Annex 10 to the Commission Staff Working

Document. In this Annex 10, particularly in §10.4, the variety of treatment of such question between the different Member States is very well explained. This situation is very difficult and costly to deal with for firms with cross-border activities. There is therefore a very strong need for clarification and harmonization with respect to this matter.

43. The second matter relates the question of how baskets of shares and indexes are taken into account, question for which there is also a lack of harmonization throughout the EU. The UK seems to be the only Member State with specific rules on this matter. It would be important to have a clarified and harmonized regime for such matter as well.

IV. Any other comments

⇒ **Question 24: Do you have any other comments regarding the Transparency Directive?**

44. No particular comment.



Contact:

- Sylvie Dariosecq – Director of Legal Affairs, sdariosecq@amafi.fr + 331 53 83 00 70