

IDÉES ET PERSPECTIVES

Le régime européen de transparence des sociétés cotées confronté à la crise financière – analyse d’impact et propositions de réforme

par Gaëtane SCHAEKEN WILLEMAERS

Docteur en sciences juridiques

Collaborateur scientifique de l’UCL (CRIDES)

1. — INTRODUCTION

Le présent article s’inspire de l’exposé oral tenu le 31 mai 2010 à la Faculté de Droit de l’Université Catholique de Louvain dans le cadre de la défense publique d’une thèse en droit des sociétés et droit financier européens ¹.

La thèse défendue a pour champ d’application les obligations d’information à l’égard d’investisseurs auxquelles sont soumises les sociétés qui émettent des actions sur un marché réglementé ² en vertu des directives européennes qui ont été adoptées en la matière, et qui sont évoquées ci-dessous. De manière plus concise, et comme indiqué dans le titre de la présente contribution, la thèse porte donc sur le régime européen de transparence des sociétés cotées sur un marché réglementé européen.

La thèse de doctorat présente une analyse des objectifs de ce régime de transparence et suggère des propositions de réforme législatives découlant de l’examen théorique opéré. L’approche de la thèse est à la fois interdisciplinaire, notamment par ses références aux avancées de la finance comportementale, et de droit comparé, trouvant des arguments, le cas échéant, dans le droit fédéral américain et dans les droits nationaux de quelques

¹ Le titre original de la thèse est «*The EU Issuer-Disclosure Regime : Analysis of its Objectives and Proposals for Reform — Comparative and Interdisciplinary Approach*». Le livre issu de la thèse sera prochainement publié aux éditions Kluwer Law International, sous le titre «*The EU Issuer-Disclosure Regime : Objectives and Proposals for Reform*».

² Une liste des marchés réglementés européens est publiée au *Journal Officiel* de l’Union européenne. Voy. pour la liste la plus récente, *JOUE*, 4 novembre 2008.

Etats Membres de l'Union européenne sélectionnés par l'auteur pour leur importance économique.

De manière synthétique, les sociétés sont soumises à différents moments de leur existence à des obligations d'information, imposées par la Commission européenne et transposées, le cas échéant, dans le droit national.

Lors de leur entrée en bourse, c'est-à-dire lors d'une offre publique primaire, et chaque fois qu'elles décident d'augmenter leur capital en émettant de nouvelles actions, c'est-à-dire lors d'une offre publique secondaire, les informations à publier doivent être rassemblées dans un prospectus d'émission. Le contenu de celui-ci, sa forme, sa diffusion et sa conservation sont régis par la réglementation dite « prospectus »³.

Dans la mesure où ces sociétés sont cotées sur un marché réglementé européen, elles sont également soumises à des obligations de transparence continues. Ces informations prennent, soit la forme de rapports financiers à publier de manière régulière, soit celle de publications *ad hoc* si la société doit diffuser au public une information importante qui pourrait avoir un impact sur son cours en bourse. Ces obligations d'information sont énoncées dans deux réglementations européennes : la réglementation dite « transparence »⁴ et la réglementation dite « abus de marché »⁵.

Le régime européen de transparence des sociétés cotées constitue un objet d'analyse intéressant pour les raisons suivantes :

³ Voy. Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 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 (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE), *JOUE*, 31 décembre 2003, L345/64 (ci-après, la « Directive Prospectus »); Règlement (CE) 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *JOUE*, 30 avril 2004, L149/1.

⁴ Pour le présent propos, il convient de noter que cette législation règle le contenu, la forme, la diffusion et la conservation des rapports périodiques et de l'information privilégiée. Voy. Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *JOUE*, 31 décembre 2004, L390/38 (ci-après, la « Directive Transparence »); Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, *JOUE*, 9 mars 2007, L69/27.

⁵ Pour le présent propos, il convient de noter que cette législation énonce le cas où une information doit être considérée comme étant « privilégiée ». Voy. Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les opérations d'initiés et les manipulations de marché, *JOUE*, 12 avril 2003, L96/16 (ci-après, la « Directive Abus de Marché »).

Tout d'abord, s'intéresser aux marchés réglementés d'actions européens se justifie par le fait que ces marchés contribuent à l'essor économique européen et, forts de leur croissance, jouent un rôle important dans les activités financières mondiales.

Ensuite, s'attarder sur les obligations d'information est important puisque ces dernières constituent un élément central du droit financier. Par ailleurs, elles sont liées aux crises financières importantes du dernier siècle, à savoir la crise de 1929, la crise à la suite de la bulle *high-tech* et du scandale d'Enron en 2000-2002 et la crise à la suite du scandale des *subprimes* en 2007-2008 (ci-après, la «crise financière actuelle»), qui est suivie par la crise de la dette souveraine. Or, ces périodes de turbulences financières ont donné lieu à une crise de confiance dans le système boursier, au détriment de l'essor économique. En outre, la transparence des sociétés cotées est un sujet très important si on veut réaliser un marché financier unique européen.

De plus, une analyse des objectifs des directives européennes concernées vient à point nommé puisqu'elles font actuellement l'objet de révisions par les instances européennes⁶. Dans ce cadre, il s'agit de garder à l'esprit le fait qu'un régime de transparence constitue un coût supplémentaire pour les sociétés cotées, non compensé par des bénéfices, s'il essaie d'atteindre des objectifs qui ne devraient pas en être. Et ce coût supplémentaire est néfaste à la compétitivité des entreprises qui pourraient même envisager leur *delisting* des marchés qui leur imposeraient de telles obligations.

Enfin, le thème abordé apparaît particulièrement opportun dans la mesure où le législateur a une tendance naturelle à réglementer au risque de mener à une sur-réglementation et à un excès d'informations. Ceci se vérifie de manière particulièrement aigüe dans le cadre des crises financières, ainsi que l'atteste la période actuelle.

Ces raisons ont poussé l'auteur de la thèse à aborder le thème choisi, à savoir une analyse critique du régime européen de transparence des sociétés cotées, afin de vérifier son aptitude à atteindre les objectifs qui lui sont assignés par le législateur européen. Dans ce contexte, la présente contribution aborde tout d'abord la question de savoir ce que le régulateur a tenté d'effectivement obtenir en soumettant les sociétés cotées à des obligations d'information. Dans un second temps, et reflétant ainsi l'exposé oral rendu dans le cadre de la défense de thèse⁷, la présente contribution se propose

⁶ Voy. pour les dernières avancées relatives aux travaux de modifications en cours, le site Internet de la Commission européenne.

⁷ L'exposé oral se voulait placer les idées défendues dans le manuscrit de thèse dans un contexte actuel.

de déterminer l'impact de la crise financière actuelle sur l'analyse des objectifs. Cet article en vient à la conclusion que la crise financière actuelle ne remet pas en question la hiérarchisation des objectifs du régime européen de transparence des sociétés cotées telle que proposée ci-dessous.

2. — LES OBJECTIFS DES OBLIGATIONS D'INFORMATION DES SOCIÉTÉS COTÉES

2.1. — Introduction

Il est suggéré dans le présent article que c'est à tort que le régime européen de transparence des sociétés cotées vise à permettre à l'investisseur particulier de porter un jugement fondé sur les opérations d'une société, en prévoyant des obligations d'information à charge des émetteurs. En effet, rendre un tel investisseur capable de prendre une «bonne» décision d'investissement sur base de documents d'information mis à sa disposition procède d'un vœu pieux qui se fonde sur la fiction, qui ne correspond pas à la réalité, de l'investisseur particulier jouissant d'une bonne compréhension du monde de la finance et rationnel dans ces décisions d'investissement.

Les études empiriques démontrent que l'investisseur particulier est généralement moins au fait des complexités du monde financier que l'investisseur institutionnel à qui on l'oppose, ce qui est complété par une certaine tendance à l'irrationalité dans ses prises de décision. En d'autres termes, l'investisseur particulier n'est, de manière générale, pas très sophistiqué dans ce domaine. D'où la raison pour laquelle le présent article se réfère à la notion d' «investisseur particulier moins sophistiqué» pour désigner l'investisseur que le régime européen de transparence prétend protéger.

Dans ce contexte, la section qui suit critique la dimension «protection des investisseurs particuliers moins sophistiqués» sous-jacente aux obligations d'information des sociétés cotées mise en évidence dans les directives européennes⁸. Il sera également suggéré, dans les autres sections de cette première partie, que davantage d'importance soit accordée à l'efficacité des marchés et à la gouvernance d'entreprise comme objectifs de la transparence des émetteurs⁹.

Toutefois, il convient de souligner que l'objectif de protection de l'investisseur particulier moins sophistiqué est un objectif louable qui se doit d'être poursuivi. En effet, en raison de sa maîtrise limitée du monde finan-

⁸ Voy. considérants (4) et (5) de la Directive Prospectus; considérants (1), (3), (7), (41) et (23), (24), (25) et (36) de la Directive Transparence; considérant (1) de la Directive Abus de Marché.

⁹ Ces termes sont définis ci-dessous.

cier et étant donné ses comportements parfois irrationnels sur les marchés financiers, cet investisseur pourrait faire l'objet d'abus, soit par le *management* de la société dans laquelle il a investi, soit par l'actionnaire majoritaire de cette société, ou encore par toute personne qu'il sollicite dans le cadre de son investissement, comme un intermédiaire ou un conseiller financier. Or, si sa confiance dans les marchés financiers est ébranlée à la suite de tels abus, il pourrait décider de ne plus investir son épargne en bourse. Et ceci jouerait au détriment, entre autres, de l'essor économique d'un pays qui a besoin de capitaux pour financer ses entrepreneurs et de la politique de l'Union européenne qui consiste à voir dans les marchés financiers une alternative attrayante au financement public des pensions. Néanmoins, comme cet article entend le démontrer, d'autres moyens peuvent être mis en œuvre pour atteindre un objectif de protection des investisseurs particuliers moins sophistiqués que de leur fournir des documents d'information sur la société émettrice. Et ces autres mesures sont plus efficaces et plus économiques.

2.2. — L'objectif de protection des investisseurs particuliers moins sophistiqués

Une approche interdisciplinaire du sujet, qui repose sur les avancées de la finance comportementale et de l'analyse économique du droit, permet de conclure que l'information donnée par les sociétés cotées ne contribue pas à protéger les investisseurs particuliers moins sophistiqués.

En effet, qui, parmi les investisseurs particuliers moins sophistiqués, ayant investi dans une société cotée, a lu l'information donnée dans le prospectus d'émission ou, plus tard, dans un rapport périodique avant d'investir ou avant de prendre la décision de maintenir son investissement? Lequel a compris l'information qu'il a lue? Lequel, s'il a compris l'information, l'a utilisée pour investir, vendre ou décider de maintenir son investissement? Ne se sont-ils pas plutôt fiés aux conseils d'un professionnel pour prendre leur décision? N'ont-ils pas investi par l'intermédiaire d'un investisseur institutionnel (fonds de pension, sicav, etc.)? Ou, lorsqu'ils ont décidé d'investir, n'ont-ils pas été noyés dans leurs préjugés qui les ont empêchés de traiter convenablement l'information qui leur a été soumise, à considérer évidemment que cette information était correcte? Et, lorsqu'ils sont devenus actionnaires, qui parmi eux a trouvé les raisons rationnelles et objectives pour user de l'information rendue publique? Ne pensent-ils pas, en effet, que leur voix aux assemblées générales de la société cotée ne représente que peu de chose par rapport à l'effort qu'ils auraient à faire pour lire, comprendre et utiliser convenablement l'information reçue?

La réponse probable de la majorité de ces investisseurs particuliers moins sophistiqués à toutes ces questions reflète une efficacité tout à fait limitée de l'information pour les protéger : l'information n'atteint pas l'objectif poursuivi puisqu'elle ne protège pas l'investisseur particulier moins sophistiqué. L'information n'est donc pas efficace à cet égard. Cette efficacité limitée met en cause non seulement la protection des investisseurs comme objectif des obligations d'information, mais également les justifications pour imposer des coûts supplémentaires non seulement aux sociétés émettrices d'actions, qui sont, *in fine*, supportés par les investisseurs, mais aussi aux autorités de contrôle, sans mentionner le coût d'opportunité du législateur. Les coûts liés à des obligations d'information qui ont pour objectif la protection de l'investisseur particulier moins sophistiqué ainsi que les coûts liés à leur respect et au contrôle de ce respect dépassent les bénéfices que cet investisseur pourrait en tirer.

Il ne faut cependant pas oublier que la protection de l'investisseur particulier moins sophistiqué est un objectif qui doit être poursuivi, la participation de ces investisseurs aux marchés financiers gagnant à être encouragée pour les raisons économiques et politiques déjà évoquées. A cet égard, une meilleure réglementation de la relation entre l'investisseur particulier moins sophistiqué et les intermédiaires financiers, conseillers ou investisseurs institutionnels, devrait offrir une solution plus économique et plus effective ¹⁰.

2.3. — L'objectif d'efficience des marchés

L'information donnée aux marchés contribue à l'efficience de ceux-ci.

Un marché financier est efficient si l'information qui est donnée aux investisseurs est reflétée rapidement et correctement dans le prix des actions. Il s'agit de promouvoir le caractère «correct» ou «efficient» des prix des actions, c'est-à-dire un prix qui reflète la réalité de la société, sur base des informations rendues publiques. Un autre aspect de l'efficience des marchés est la liquidité : plus un marché est liquide (c'est-à-dire plus facilement l'investisseur peut vendre et acheter une action sur ce marché), plus il est efficient.

Des prix efficients et un marché liquide sont bénéfiques pour les actionnaires, mais également pour la société et pour l'économie toute entière. Ils

¹⁰ A noter le rôle central des directives suivantes dans ce cadre : Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *JOUE*, 30 avril 2004, L145/1 (ci-après, la «Directive MiFID»); Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), *JOUE*, 17 novembre 2009, L302/32 (ci-après, la «Directive UCITS IV»), qui doit être transposée par les Etats membres pour le 1^{er} juillet 2011.

contribuent, par exemple, à la répartition de l'épargne des investisseurs entre les projets économiques les plus prometteurs. Ils permettent également de diminuer le coût du capital pour l'émetteur puisque les investisseurs seront moins enclins à exiger des dividendes élevés pour compenser le risque pris en investissant dans la société émettrice.

Or, l'efficacité des prix est fonction de la disponibilité de l'information relative à la société cotée. Il convient donc de limiter au mieux les coûts liés à l'information, à savoir, entre autres, les coûts de production, de transmission ou d'analyse de l'information.

C'est une des raisons pour lesquelles il est important d'avoir des «obligations» d'information et de ne pas laisser la distribution d'informations à la discrétion des sociétés, qui pourraient être tentées de ne pas transmettre certaines informations de peur d'affecter le cours de l'action en bourse.

C'est également la raison pour laquelle il faut éviter d'obstruer le flux d'informations vers les professionnels du marché, comme les analystes ou les investisseurs institutionnels, car ils contribuent à l'efficacité des marchés, comme le démontrent les études empiriques.

Par ailleurs, il est primordial de souligner le rôle des banques d'investissement, des avocats ou des auditeurs, dans le cadre du contrôle de la qualité de l'information donnée au marché.

Enfin, un régime de responsabilité civile bien pensé, qui permet d'assigner en justice ceux qui violent leurs obligations d'information, peut également contribuer à augmenter la qualité de l'information. En effet, la «menace» des cours et tribunaux devrait inciter les personnes responsables au respect des obligations d'information.

2.4. — L'objectif de gouvernement d'entreprise ou corporate governance

La gouvernance d'entreprise (en anglais, *corporate governance*) n'a pas été identifiée comme objectif des obligations d'information par le législateur européen¹¹. Or, à côté de l'efficacité des marchés, la *corporate governance* constitue un autre objectif poursuivi par les obligations de transparence.

Expression très à la mode, la *corporate governance* vise, entre autres, à diminuer les tensions qui peuvent exister au sein d'une société entre son *management* et ses actionnaires, ou, dans un type d'actionnariat concentré,

¹¹ Voy. cependant les travaux préparatoires de la Directive Transparence, et, *inter alia*, Opinion of the European Central Bank of 30 September 2003 on the draft transparency directive (COM(2003) 138 final), JO, 9 octobre 2003, (CON/2003/21), (2003/C 242/06), considérant (6). Voy. également, la proposition de directive transparence (COM(2003) 138 – C5-0151/2003 – 2003/0045(COD)), considérant (1).

entre un actionnaire majoritaire ou des actionnaires dominants et des actionnaires minoritaires.

Lorsqu'une société améliore son système de *corporate governance*, il est probable que cela ait un impact positif sur le prix de ses actions; que cela puisse contribuer à diminuer le coût du capital pour l'émetteur et que cela ait une influence positive sur l'allocation des ressources des épargnants dans l'économie.

Après une analyse de droit comparé avec, d'une part, le droit fédéral américain où quelques académiques ont largement écrit sur le sujet dans le contexte propre aux Etats-Unis, et, d'autre part, les législations nationales de certains Etats Membres de l'Union européenne ¹², l'auteur suggère que les obligations d'information contribuent à diminuer les tensions au sein des sociétés européennes.

En effet, les obligations d'information contribuent à réduire les coûts liés au recours à certains mécanismes de *corporate governance* et ainsi à accroître leur efficacité.

Deux de ces mécanismes sont analysés en particulier : le droit de vote des actionnaires et le droit de mener une action en justice contre le *management* de la société ou contre l'actionnaire dominant.

Le droit de vote sera exercé plus efficacement et à moindre coût lorsque l'actionnaire dispose d'une information correcte sur la société.

Il est donc important d'analyser, d'une part, la mesure dans laquelle les actionnaires d'une société cotée sur un marché réglementé européen ont la motivation nécessaire pour utiliser l'information mise à leur disposition par la société (dans certaines hypothèses, cette information ne leur est pas utile); et, d'autre part, si ces actionnaires ont effectivement, en pratique et en vertu du droit national qui les régit, un droit de vote permettant d'influencer les décisions du *management*.

Il en va de même pour le droit des actionnaires de mener une action en justice.

Les motivations des actionnaires à exercer le droit de vote sont abordées plus loin dans le présent article.

En ce qui concerne l'existence d'un droit de vote pour les actionnaires d'une société située en Europe, des études de droit comparé confirment que le droit national des Etats Membres considérés prévoit des conditions de vote, en ce compris des seuils de vote, relativement protectrices des actionnaires minoritaires ¹³.

¹² Il s'agit du Royaume-Uni, de la France, de l'Allemagne, de la Belgique, des Pays-Bas, de l'Espagne et de l'Italie.

Par ailleurs, la directive relative aux droits des actionnaires ¹⁴, malgré certaines lacunes techniques ¹⁵, contribue à accroître l'efficacité du vote transfrontalier.

En ce qui concerne la possibilité pour les actionnaires de mener une action en justice, il convient de déterminer dans quelle mesure la responsabilité civile liée au respect des obligations d'information est un complément efficace au contrôle exercé par les autorités de supervision et les cours et tribunaux. A cet égard, l'article suggère qu'il n'y a pas lieu d'introduire une action collective en droit financier européen car les droits nationaux prévoient suffisamment de moyens pour les actionnaires d'agir en responsabilité civile contre la société ou son *management* en cas de violation des obligations d'information ¹⁶. Par contre, la thèse de l'auteur suggère quelques pistes pour rendre plus efficaces les actions menées par les actionnaires au nom de la société contre les administrateurs de celle-ci. Ce faisant, la thèse entend trouver un juste équilibre pour, d'une part, éviter des actions téméraires et, d'autre part, se concentrer sur la répression des transactions comprenant un conflit d'intérêt ou un comportement frauduleux ¹⁷.

¹³ Voy. les travaux du *Centre for Business Research* de l'Université de Cambridge et, *inter alia*, PRIYA P. LELE, et al., *Shareholder Protection : A Leximetric Approach*, 7 *Journal of Corporate Law Studies* 17, (2007), faisant état de la protection croissante accordée aux actionnaires en fonction de 60 critères (18 critères sont relatifs à la protection contre d'autres actionnaires et les autres critères à la protection contre le conseil d'administration) sur la période de 1970 à 2005, au Royaume-Uni, en France et en Allemagne et faisant une comparaison avec les Etats-Unis; PRABIRJIT SARKAR, et al., *Legal Origin, Shareholder Protection and the Stock Market : New Challenges from Time Series Analysis*, in *The Economics of Corporate Governance and Mergers*, (Klaus Gugler, et al. eds., 2008).; PRABIRJIT SARKAR, et al., *Law, Finance and Development Further Analyses of Longitudinal Data*, *Cambridge Journal of Economics*, Forthcoming, (2009), suggérant qu'entre 1970-2005 en France, Allemagne, Royaume-Uni et aux Etats-Unis, c'est entre 1970-74 que le Royaume-Uni offrait la moins bonne protection tandis que l'Allemagne offrait la meilleure. Avancé que la protection des actionnaires s'est néanmoins améliorée pendant ces 36 années couvertes par l'étude, dans tous les pays, et que, sur la période 2000-2005, ce sont les Etats-Unis qui offraient la moins bonne protection, suivis par l'Allemagne, ensuite le Royaume-Uni et puis la France. L'article observe également que les pays de droit civil ont toujours offert une meilleure protection des actionnaires que les pays de *common law* pendant ces 36 années; RICHARD C. NOLAN, *The Continuing Evolution of Shareholder Governance*, 65 *Cambridge Law Journal* 92, (2006).

¹⁴ Voy. la directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *JOUE*, 14 juillet 2007, L184/17. Cette directive vise, notamment, à diminuer les coûts relatifs au vote transfrontalier, et introduit/harmonise les règles relatives à l'égalité de traitement des actionnaires, à l'information à donner en vue des assemblées générales, le droit d'ajouter des points à l'agenda et de faire des propositions de résolution, les exigences pour la participation et le vote aux assemblées, la participation par des procédés électroniques, le droit de poser des questions, le droit de se faire représenter et le droit de voter par correspondance.

¹⁵ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

¹⁶ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

3. — L'IMPACT DE LA CRISE FINANCIÈRE

La seconde partie du présent article entend passer en revue les différents objectifs assignés aux obligations d'information des sociétés cotées afin de vérifier si l'analyse des objectifs proposée ci-dessus résiste à la crise financière actuelle.

3.1. — L'objectif de protection des investisseurs particuliers moins sophistiqués

La crise financière actuelle a montré, une fois de plus, qu'investir en bourse pouvait être risqué.

Pour répondre au sentiment d'injustice partagé par nombre d'investisseurs, le monde politique se doit de réagir. Il peut modifier le régime de transparence en renforçant encore les obligations d'information imposées aux sociétés cotées, comme en atteste la législation Sarbanes-Oxley adoptée aux Etats-Unis ¹⁷, après les scandales Enron et consorts. Celle-ci a considérablement renforcé les obligations d'information des sociétés cotées américaines, mais a échoué à prévenir la crise financière actuelle. Il est donc illusoire de penser que la diffusion d'une quantité supplémentaire d'informations protégera automatiquement l'investisseur particulier moins sophistiqué.

L'alternative ne consiste pas à interdire aux investisseurs particuliers moins sophistiqués l'accès aux marchés financiers. Leur participation aux marchés financiers se justifie, en effet, pour les raisons économiques et politiques mentionnées précédemment.

L'alternative consiste plutôt à les encourager à investir indirectement.

Par investissement indirect, il convient d'entendre un investissement sur base du conseil d'un professionnel ou un investissement par l'intermédiaire d'un professionnel. Comme démontré par certaines études empiriques, les acteurs professionnels des marchés sont plus au fait du monde financier, plus rationnels dans leurs conseils et décisions et moins sujets à des préjugés.

L'information exigée des sociétés cotées devrait dès lors être rédigée et diffusée en ayant ces acteurs plus sophistiqués à l'esprit.

¹⁷ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International, 2011 (à paraître).

¹⁸ Voy. Sarbanes-Oxley Act (section 408 du Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act de 2002 (Public Law 107-204, 116 Stat. 745-810) (codifié aux sections 11, 15, 18, 28 et 29 du United States Code).

Ceci impliquerait que l'information puisse être rédigée en anglais uniquement et qu'elle puisse n'être diffusée que sur le site Internet de l'émetteur et par des fournisseurs agréés.

A côté des économies de coûts que ces deux mesures engendreraient — puisqu'il ne devrait plus y avoir de frais de traduction ou de publication dans la presse, par exemple — l'importance accrue donnée aux acteurs plus sophistiqués impliquerait qu'une attention spécifique soit prêtée à la réglementation de leur relation avec les investisseurs particuliers moins sophistiqués ¹⁹.

C'est à cet effet qu'est suggérée dans la thèse une remise en question de certaines dispositions de la directive qui régit les rapports entre les entreprises d'investissement et leurs clients (la Directive MiFID ci-dessus mentionnée), de la directive sur les Sicavs (la Directive UCITS IV ci-dessus mentionnée) ainsi que de la réglementation des conseillers financiers ²⁰.

Si les investisseurs particuliers moins sophistiqués décident néanmoins d'investir directement sur les marchés, ils devraient être considérés comme des investisseurs qui savent ce qu'ils font et qui agissent en connaissance de cause. Ils le feraient à leurs risques et périls. On passerait ainsi d'une protection de type consommériste, voire paternaliste, à un modèle de responsabilisation destiné à celui qui ne voudrait pas passer par le conseil de professionnels des marchés.

Bien sûr, d'autres mesures peuvent être prises pour assurer la protection des investisseurs particuliers moins sophistiqués, pour peu que les coûts n'excèdent pas les bénéfices. On peut penser à des programmes d'éducation financière et à l'implication de l'investisseur particulier moins sophistiqué dans le processus législatif afin de mieux anticiper l'impact de la réglementation sur sa protection.

3.2. — L'objectif d'efficience des marchés

La crise financière pourrait-elle donner des arguments à ceux qui pensent que les marchés financiers ne sont pas efficaces de manière générale?

La réponse à cette question passe par une définition plus précise du concept de l'«efficience des marchés» que celle donnée ci-dessus.

¹⁹ Voy. le point de vue défendu dans GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître), sur les éventuelles objections à l'encontre de l'importance donnée aux acteurs plus sophistiqués des marchés proposée dans cet article.

²⁰ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

Il est vrai que certains investissent sur base de rumeurs, que les investisseurs n'ont pas toujours des attentes semblables, qu'il y a des coûts liés à l'information et qu'il y a des limites aux activités d'arbitrage par les professionnels. En somme, il est exact que les marchés ne sont pas totalement efficaces. Cependant, on ne peut pas en conclure que les marchés ne sont pas du tout efficaces, du moins en ce qui concerne les sociétés dont les actions sont fréquemment échangées sur les marchés et dans des conditions de marché normales, c'est-à-dire, en dehors de conditions de *crashes* boursiers.

En effet, à l'égard de ces sociétés et dans des conditions normales, les marchés sont efficaces au niveau de l'information, c'est-à-dire que toute l'information mise à la disposition du public circule rapidement dans le marché et que chaque élément nouveau d'information est reflété plus ou moins correctement et rapidement dans le prix de telle sorte que tous les intervenants sur le marché sont correctement informés et que l'information nouvelle ne peut pas profiter à quelques-uns. De manière plus négative, cela revient à dire que le prix ne reflète qu'une partie de l'information — sinon, on aboutirait à une efficacité à 100% — ou que le prix ne peut constituer qu'un guide pour la décision d'investissement puisqu'il y aura toujours un écart entre la valeur fondamentale de l'action et son prix. On parle d'efficacité informationnelle ²¹, d'efficacité relative ²² ou de forme semi-forte de l'efficacité ²³. En d'autres termes, l'efficacité des marchés signifie que le prix de l'action est la mesure la plus fiable de la valeur de l'action à un moment donné sur base des informations alors disponibles.

En somme, la crise financière actuelle n'apporte pas d'argument contredisant la nécessité de contribuer à l'efficacité fondamentale des marchés. Au contraire, on doit bien constater que la bulle immobilière aurait sans doute pu être empêchée si les informations concernant les risques pris dans le secteur immobilier aux Etats-Unis avaient pu être appréhendées plus tôt par les marchés.

²¹ Voy. LYNN A. STOUT, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure and Securities Regulation*, 81 Virginia Law Review 611, (1995).; WILLIAM K.S. WANG, *Some Arguments that the Stock Market Is Not Efficient*, 19 U.C. DAVIS L. REV. 341, (1986).; NICHOLAS BARBERIS, et al., *A Survey of Behavioral Finance*, in *Handbook of the Economics of Finance*, (G.M. Constantinides, et al. eds., 2002).

²² Voy. RONALD J. GILSON, et al., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later : The Hindsight Bias*, 28 Journal of Corporate Law 715, (2003).; RONALD J. GILSON, et al., *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Virginia Law Review 549, (1984)., pg 560.

²³ Voy. EUGENE F. FAMA, *Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work*, 25 The Journal of Finance 383, (1970). pg 388. Voy. également, RONALD J. GILSON, et al., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later : The Hindsight Bias*, 28 Journal of Corporate Law 715, (2003)., pg 9.

3.3. — L'objectif de corporate governance

A la suite de la crise financière, deux sujets de *corporate governance* se doivent d'être abordés.

S'il est important que les obligations d'information soient redessinées en fonction de destinataires professionnels et non plus en fonction des investisseurs particuliers moins sophistiqués, il faut par ailleurs bien admettre que les obligations d'information ont des limites : toute société cotée trouvera toujours un moyen de ne pas divulguer les informations qu'elle veut garder secrètes, sans pour autant contrevenir à ses obligations légales.

Dans ce contexte, on a parfois besoin de règles de *corporate governance* plus formelles, comme les lois relatives au conseil d'administration, à la composition de ce dernier, aux mécanismes de rémunération ou aux conflits d'intérêts ²⁴.

On a également besoin de vérifier la qualité de l'information diffusée. Ce rôle est tenu par les auditeurs et les souscripteurs en cas d'offres publiques. Par contre, personne ne vérifie la qualité de l'information non financière diffusée par la société au cours de sa vie, en dehors des offres publiques. On pourrait suggérer, si cette suggestion est confortée par une analyse coûts-bénéfices, l'intervention d'une tierce personne objective dont la mission serait de soumettre l'information non financière de la société à un contrôle de qualité ²⁵.

Un régime de responsabilité civile, qui aurait indirectement pour conséquence de favoriser le respect, par les sociétés cotées, de leurs obligations d'information, paraît également fondamental. Un tel régime devrait être dissuasif et permettre une juste compensation des victimes des violations à l'obligation d'informer. Bien que cela soit un sujet très sensible au sein de l'Union européenne, car tous les Etats Membres ont leurs propres règles de responsabilité, on pourrait introduire un degré plus élevé d'harmonisation des dispositions en la matière au sein de l'Union ²⁶.

Enfin, il convient de faire en sorte que les autorités contrôlent effectivement et efficacement le respect des obligations d'information. Ce contrôle est d'autant plus important qu'on risque toujours un respect formel de la règle, qui ne porterait pas attention à l'esprit dans lequel elle a été prise.

²⁴ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

²⁵ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

²⁶ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

Or, la bonne gouvernance, c'est précisément aller au-delà du seul respect du texte en faisant attention à sa finalité ²⁷.

Le second sujet de *corporate governance* qui a été mis en lumière par la crise financière actuelle est celui de la responsabilité des actionnaires. Certains leur reprochent de ne pas avoir été suffisamment engagés dans les sociétés dans lesquelles ils avaient investi et d'avoir poussé le *management* à tenir des visions à trop court terme.

A priori, il peut paraître incorrect de parler de responsabilité des actionnaires alors que leur droit de propriété comprend un droit d'user, de jouir et d'abuser de leurs actions. En conséquence, rien ne les oblige par exemple à assister aux assemblées générales et encore moins à y participer activement en exerçant leur droit de vote.

Néanmoins, il serait fondé de considérer que le droit de propriété et le droit à une responsabilité limitée des actionnaires s'accompagnent du devoir de veiller à atteindre les objectifs de la société dans laquelle ils ont investi ²⁸.

L'engagement des actionnaires leur permettrait de mieux comprendre et d'avoir davantage confiance dans la stratégie à moyen et long terme de la société et dans la capacité du *management* à contrôler sa mise en œuvre. Par ailleurs, un engagement des actionnaires est nécessaire au bon fonctionnement du système de *corporate governance* qui repose sur le concept «se conformer ou se justifier» et qui est suivi dans tous les Etats Membres. En effet, comment contrôler que les justifications données par le *management* sont valables quand ce dernier ne respecte pas l'une ou l'autre des recommandations du code de *corporate governance* si ce n'est en lisant les rapports et en sanctionnant le *management* aux assemblées générales en cas de non respect?

Mais, par delà la théorie, peut-on vraiment s'attendre, en pratique, à ce que tous les actionnaires, qu'ils soient plus ou moins sophistiqués, agissent en tant que propriétaires responsables? La réponse est assurément négative.

En effet, pour les raisons déjà évoquées et qui tiennent au manque de temps, de motivations et de rationalité de l'investisseur particulier moins sophistiqué, on ne peut pas s'attendre à ce qu'il participe personnellement et activement à la vie de la société.

²⁷ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

²⁸ A ce sujet, l'auteur défend dans sa thèse que l'objectif de la société est la maximisation de la valeur actionnariale de la société, avec une vision de long-terme. Voy. pour plus de détails, GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

En revanche, le cas des actionnaires qui investissent de larges sommes en bourse et celui des investisseurs institutionnels semble différent. En effet, ils devraient avoir les motivations nécessaires pour voter et contrôler les affaires de la société. Certains répondraient à cela que dans les sociétés européennes dominées par un ou plusieurs actionnaires de référence, les autres actionnaires, fussent-ils institutionnels, ne sont pas dans une position pour influencer le comportement et les décisions du *management*. D'autres souligneraient également que de toute façon les actionnaires importants dans les sociétés européennes ne se sont jamais montrés très engagés. Ces points de vue ne résistent cependant pas à l'analyse ²⁹.

Cela étant, l'engagement dont il est ici question concerne avant tout les entreprises d'investissement qui investissent pour leurs clients et qui sont entre autres soumises aux règles de conduite européennes. En effet, la relation qu'elles ont avec leurs clients leur impose de s'intéresser à la gouvernance des entreprises dans lesquelles elles investissent au nom de ces clients.

Certains codes de *corporate governance* comme nombre d'institutions supranationales recommandent, d'ailleurs, aux investisseurs institutionnels de voter.

Le présent article plaide pour une transparence obligatoire, par les investisseurs institutionnels, de leurs stratégies et résultats de vote afin de les encourager à voter, et ce dans l'intérêt de leurs éventuels clients.

Il faut soulever, enfin, que ce sont les fonds à long terme qui auront sans doute le plus de facilités à respecter une stratégie d'engagement. Le choix laissé aux investisseurs institutionnels d'être engagés ou non dans la société dans laquelle ils ont investi devrait être un choix réfléchi, basé sur les objectifs d'investissement. Ceci implique qu'un fonds puisse vendre sa participation dans une société, si telle est la décision la plus efficace à prendre pour réagir à un manque de performance du *management* de cette société, même si, par ailleurs, il s'était engagé à être actif au sein de la société dans laquelle il a investi.

4. — CONCLUSION

Dans le contexte de la crise financière actuelle, l'article, qui s'inspire largement de l'exposé oral rendu lors de la défense publique de la thèse de doctorat de son auteur, propose une relecture du régime européen de trans-

²⁹ Voy. GAËTANE SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime — Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International. 2011 (à paraître).

parence des sociétés cotées à la lumière des objectifs qu'il convient de lui assigner.

S'agit-il de protéger l'investisseur particulier moins sophistiqué, au risque de renforcer des réglementations inefficaces?

Ou convient-il de renforcer l'efficience informationnelle des marchés et la gouvernance d'entreprise?

L'article propose de soutenir la seconde approche. En conséquence, l'article suggère d'assurer une meilleure absorption de l'information disponible en la dirigeant vers les intermédiaires professionnels, qui sont à même de promouvoir l'efficience des marchés et la gouvernance d'entreprise, et d'encourager l'investissement indirect par les investisseurs particuliers moins sophistiqués.

En guise de conclusion, il convient de souligner le rôle que chaque acteur des marchés financiers se doit de jouer, pour le plus grand bénéfice de l'économie et de la société toute entière :

- le législateur devrait n'adopter que des réglementations bien pondérées et réfléchies, fortes d'analyse d'impact et confortées par des études des coûts et des bénéfices, afin d'éviter tout poids excessif de la réglementation;
- les sociétés devraient aller au-delà du respect formel des règles pour s'attacher à une éthique des affaires permettant d'œuvrer à une véritable transparence vis-à-vis du marché;
- les investisseurs, une fois qu'ils deviennent actionnaires, devraient être conscients des responsabilités qui accompagnent leurs droits, afin de mieux contrôler le *management* et de ne pas exiger de celui-ci des résultats financiers irréalistes et de pur court terme.

Ce n'est qu'à ce prix que les sociétés cotées pourront effectivement contribuer à une amélioration de l'efficience des marchés et de la *corporate governance* et ainsi restaurer la confiance dans le système boursier, largement mise à mal par la crise financière actuelle.